«André Kostolany —posiblemente el más experimentado profesional de la Bolsa— expone en este libro la suma de sus más de cincuenta años de experiencia adquirida en las grandes Bolsas de todo el mundo.»

Die Welt

«Entre los grandes gurús de la Bolsa, André Kostolany es, sin la menor duda, el decano. Y este húngaro con pasaporte estadounidense, que ha cumplido ya los ochenta años de edad, no sólo sabe cómo se hace dinero en la Bolsa, sino también cómo se debe escribir; de esta manera logra que la lectura de este libro se convierta en un placer.»

Süddeutsche Zeitung

«Kostolany acaba de publicar una nueva obra: *Estrategia bursátil*. Este libro de preguntas y respuestas será de gran ayuda para los inversores de capital y para los especuladores.»

Welt am Sonntag

«Si usted desea saber qué es lo que impulsa a los grandes bolsistas, debe leer este libro; porque son muy pocos los especialistas en Bolsa capaces de escribir un libro como éste. Posiblemente Kostolany es el único.»

Capital

Colección LA SOCIEDAD ECONÓMICA

536043-7
ISBN 84-320-7893-X

André Kostolany Estrategia bursátil



André Kostolany

Estrategia bursátil

La mejor guía para inversores y especuladores

Planeta

Colección
LA SOCIEDAD ECONÓMICA

Dirección técnica: Fabián Estapé
Dirección editorial: José Pardo

Título original: Kostolanys Börsenseminar. Für Kapitalanleger und Spekulanten
Traducción del alemán por Jesús Ruiz

Córcega, 273-277, 08008 Barcelona (España)
Diseño colección y cubierta de Hans Romberg (realización de Jordi Royo)
Primera edición: noviembre de 1987
Depósito legal: B. 36.805-1987
ISBN 84-320-7893-X
ISBN 3-430-15635-1 editor Econ Verlag, edición original
Printed in Spain - Impreso en España
Talleres Gráficos «Duplex, S. A.», Ciudad de la Asunción, 26-D, 08030 Barcelona

Índice

Prólogo . 15
Introducción 19

PREGUNTAS Y RESPUESTAS

¿Qué es la bolsa y para qué sirve? 25
¿Qué son valores? 25
¿Qué cuentan los valores mobiliarios, es decir el valor en papel? 26
¿Qué papel juega la bolsa? 26
¿Qué volumen tienen las transacciones con estos valores en la bolsa? 27
¿Y para qué sirven las acciones? 27
¿Qué ocurre en un Estado socialista? ¿También tienen esos países tales industrias? 28
¿Se puede comprobar esa teoría? 28
¿Sería imaginable en los Estados Unidos algo semejante? 29
¿Y qué ocurre en la República Federal de Alemania? . 29
¿Tienen las instituciones financieras interés en que este buen aspecto no se deteriore? 30
¿Cuándo cambió su política? 30
¿Cuáles son los fundamentos económicos para tal cambio de aspecto? 31
¿Son favorables para la economía esos movimientos? . 32
Según esta tesis, habría que creer que los bancos e instituciones financieras se comportan con deslealtad hacia el público. ¿Es éste el caso? 32
Pero ¿no son perjudiciales para la economía las pérdidas que el público experimenta por razón de las caídas en las cotizaciones? 33
Hace poco mencionó usted Hungría para mostrar lo importante que puede ser también la especulación en un país socialista. ¿Por qué? 33
Sin embargo, ¿no existen todavía sociedades anónimas en aquel país socialista? 34

¿Quiénes son los accionistas? . . . .
¿Qué denomina usted a medio plazo? 35
¿Y a largo plazo? 36
¿Cuáles son los factores decisivos para una tendencia bursátil a corto plazo? 36
¿Cuáles son los factores decisivos para una tendencia bursátil a medio plazo? 38
¿Y para la tendencia bursátil a largo plazo? . . . 39
¿Se hace más transparente la bolsa a través de una política de medios de comunicación cada vez más perfecta? 40
¿En qué se diferencia juego de especulación? . . . 41
Ha hablado usted con anterioridad de sugerencias. ¿Qué opina de ellas? 42
Dice usted que el especulador actúa intelectualmente. ¿Qué entiende por ello? 42
¿Es ésa toda la diferencia? 43
¿Fueron los jugadores o los especuladores más afortunados en el pasado? 43
¿Puede usted hacerlo? 43
¿Por qué le resultó difícil, si ya había usted creído en ello? 44
¿Qué se necesita para no ser conformista? 44
¿Qué propiedades debe tener un buen especulador? . 45
¿Cuáles son las peores propiedades del especulador? . 46
¿Qué profesión se parece más a la de un especulador? . 46
¿Por qué esta semejanza con la profesión de un médico? 46
¿A qué juego se parece más la especulación bursátil? . 47
¿Cómo tiene que comportarse un especulador? . . . 47
Dígame un ejemplo de que un argumento ilógico sea lógico en la bolsa 49
¿Y cómo es una crisis? 49
¿Y cuál es el resultado total? 50
¿Qué factores, aparte del carácter, son también decisivos para la tendencia de la bolsa? 50
¿Ha vivido usted en la práctica estos fenómenos? . . 50
¿Sigue usted fiel a este principio? 51
¿Quiénes son los tontos? 51
¿Puede aprovecharse un especulador de la tontería de los demás? 51
En tal caso, ¿tendría que ser el ordenador, que es altamente inteligente, el mejor especulador bursátil? . 51
¿Cómo considera usted la liquidez en sus cálculos? . 52
¿Existen otras premisas o factores de influencia en las tendencias bursátiles? 53
¿Qué entiende usted por «temerosos» y «caraduras»? . 53
¿Qué consecuencias tiene un mercado «sobrecargado»? 54
¿Qué consecuencias tiene el mercado «sobrevendido»? 54
¿Cuándo es posible determinar si el mercado está «sobrecomprado» o «sobrevendido»? 55
¿Y si el público sigue optimista gracias a los acontecimientos favorables? 56
¿A qué consecuencias finales puede llevarse este análisis? 57 57
¿Es ésa una opinión general? 58
¿Qué consideración merece a los *broker* su análisis? . 58
¿Hay otros síntomas de que el mercado está «sobrecomprado» o «sobrevendido»? 59
¿Cómo debe comportarse el especulador en estos casos? 59
¿No es esto favorable? 59
¿Qué ocurre con las instituciones, las grandes compañías de inversiones, cajas de pensiones (especialmente en los Estados Unidos), seguros, etc.? ¿No ha cambiado decisivamente el paisaje de la bolsa, de tal manera que éstas dominen el mercado y no los grandes especuladores en busca de lucro, los jugadores diarios a corto plazo, los pequeños y grandes inversionistas, etc.? 60
¿Hay que comprar papel a crédito? 61
¿Cuál hubiera sido su reacción en el caso de no haber tenido deudas? 62
Pero ¿pueden obtenerse beneficios en la bolsa sin riesgo? 64
¿Le quedan buenas experiencias a pesar de las deudas? 64
¿Y cómo fue el éxito de aquella especulación con grandes deudas? 66
¿Qué es más importante en la inversión de capital en valores: la táctica o la estrategia? 66
¿Hay que comprar acciones en una recesión? 66
¿Pueden subir las cotizaciones a pesar de un incremento general de impuestos? 66
¿Hay que comprar acciones cuando se recomiendan agresivamente por parte de las mayores y más conocidas empresas? 67
¿Qué atención hay que otorgar a las transacciones de los *manager* del dinero de grandes instituciones? . 67
¿Qué importancia cabe dar a las ofertas de los expertos a largo plazo? 67
¿Qué cabe considerar sobre las recomendaciones de un informador *insirer* sobre las acciones de su propia sociedad? ¿Tendría que ser competente? 67
¿Sería eso un fraude? 68

¿Cómo hay que considerar las opiniones de los expertos y científicos en economía sobre el ulterior desarrollo? 68
¿Es siempre así? 68
¿Son así siempre falsas las previsiones de los economistas? 69
¿Puede usted poner otro ejemplo similar? 69
¿Acaso no han hecho muchos una buena inversión con sus objetos de colección? 70
¿Cómo hay que valorar la influencia de la política nacional sobre las bolsas? 71
¿Es importante la influencia de la política internacional sobre la bolsa? 71
¿Dónde reside la diferencia entre especulación e inversión? 72
¿Se debería comprar papel a corto plazo cuando se tiene una mala opinión a largo plazo o incluso se ve en ello un peligro? 72
¿Y qué ocurrió efectivamente? 73
¿Es la especulación con éxito una ocupación *full-time*? 73
¿Con una pequeña apuesta se puede conseguir un gran beneficio o cabe aplicar también aquí el refrán: el primer millón es el más difícil? 74
¿Cuánto dinero puede ganar anualmente un buen jugador de bolsa? 74
¿Podría ser válido para todo especulador potencial aquello de no cerrar el saco sin estar seguro de lo que se lleva dentro? 74
¿Vale este postulado para todos? 75
¿La bolsa crea una adicción? 75
Toda teoría sobra, ¿sería ésta la fórmula magistral para los especuladores? 75
¿Todo está en la oscuridad? ¿Se puede aprender algo por experiencia? 76
Pero muchos bancos aseguran que saben algo. ¿Puede ser? 76
¿Sólo hay un dios, el dinero, para un especulador? ¿Es la consecución del dinero su máxima meta? . . 76
¿Es conciliable la especulación con la moral? . . . 77
¿Pueden ser peligrosos para nosotros los grandes especuladores o tenemos, como si fuéramos pasajeros en el estribo, que aprovecharnos de sus transacciones pletóricas de riesgo? 77
¿Se repiten manipulaciones como las de Buker Hunt con plata en la actualidad? 77
¿Cómo puede una empresa cambiar un inversor mediante una ampliación de capitales? . . . . .
¿Tiene que actuar el principiante en bolsa según el lema «El hombre se debe a sí mismo»? 78
¿Cómo es posible defenderse de los falsos profetas que ofertan por doquier oportunidades de inversión aparentemente sensacionales? 78
¿Son los informes anuales sobre negocios, asambleas generales y publicaciones en la prensa cauce informativo adecuado sobre el desarrollo de la empresa? 78
¿Habría que confiar el capital propio a sociedades establecidas o colocarlo en *newcomer* recién llegados? 79
¿Ocurre en la especulación bursátil como en el juego de la ruleta? ¿No hay que arriesgarlo todo en la primera fiebre de ganancias? 79
¿Qué hace usted de los *charts* (curvas de las cotizaciones)? ¿Lee usted tendencias de futuro en el pasado? 79
¿Existe un mercado independiente de la bolsa que podría calificarse de mercado negro? 81
¿En qué bolsas se hacen los mayores beneficios? . . 82
¿Se puede no lograr beneficios en los denominados mercados exóticos? 82
¿Para los especuladores más cosmopolitas son las bolsas alemanas tan conservadoras y también tan provincianas? 83
¿A pesar de los altos gastos, vale la pena comprar en plazas bursátiles diferenciadas para vender respectivamente? 83
¿Desempeña un papel si se comercian valores norteamericanos en marcos o en francos suizos? . . . 83
¿Están sujetos a imposición los beneficios que se obtienen por la diferencia de cotización de las acciones? En caso afirmativo, ¿cuál es su importe? . . 84
¿Son las acciones nominativas más caras que las acciones al portador? 84
¿Significa una ampliación de capital de una sociedad un alza de las acciones? 84
La acción permite a las empresas en busca de capital una ampliación de capital. ¿Podría ser el camino hacia una más amplia democracia económica? . . 84
¿Es el mercado de acciones —en la economía de libre mercado, en la que el juego de la oferta y la demanda regula los precios— el único que todavía funciona? 85

¿Hay que deducir de un alto reparto de dividendos una elevación de las cotizaciones? 85
¿Cómo reza el breviario del especulador a la baja? . . 85
Es difícil establecer el concepto de la justicia. Pero ¿resulta siempre el más justo el precio anotado de una acción? 86
¿Es inteligente establecer un límite de curso o plazo fijo a la compra o venta de una acción? 86
¿Por qué no hay en las bolsas de la República Federal de Alemania ningún negocio a plazo? ¿O son posibles bajo otro nombre y en otras formas? . . . 87
La sociedad industrial moderna, altamente tecnificada y obligada a innovaciones, precisa altas inversiones de capital. ¿Hay que prever por ello una enorme expansión del potencial de las acciones? . . . 87
¿Podría este desarrollo hacer que en el futuro la compra de acciones fuera más atractiva para extensos sectores de la población? 87
¿Las medidas de reprivatización de las empresas estatales o estatalización estimulan la actividad bursátil con una fuerte animación de las bolsas y la especulación? 87
¿Y qué ha ocurrido ahora con la reprivatización de las empresas estatalizadas? 88
¿Está ligada la política crediticia con el destino de las acciones? 88
¿Significa la alta cifra de nuevas emisiones, es decir, el acceso de muchas sociedades en la bolsa, un signo infalible de que se ha alcanzado la fase favorable para la inversión en acciones? 89
¿Tiene que dejarse llevar el especulador por consideraciones morales? 89
¿Tiene que dejarse influenciar un especulador por su posición política? 91
¿Tiene que ser un bolsista siempre sereno y lógico o dejarse arrastrar algunas veces por la tontería de los demás? 92
¿Tiene que tomar un bolsista una decisión bajo influencia del alcohol? 92
¿Tiene que dar importancia un especulador a la opinión de su esposa o amiga? 92
¿Tiene que ser el especulador supersticioso? 92
¿Tiene un especulador que vender sus papeles con beneficio pequeño o grande o pérdidas grandes o pequeñas? 93
¿Hay que volver a comprar el papel a un precio mucho más alto cuando se ha vendido bajo? 93
¿Cuándo hay que trazar los planes bursátiles, en qué día de la semana, fuera o dentro de la propia bolsa? 93
¿Un buen especulador tiene que ir a la bolsa o visitar el despacho del agente donde puede seguir las cotizaciones en la cinta circulante? 93
¿Cómo hay que actuar cuando se ha adoptado un nuevo plan? 94
¿Puede volver a ganarse el dinero perdido? 94
¿Cómo tiene que comportarse el bolsista tras una especulación de éxito? 94
¿Cuándo puede un especulador en bolsa hacer cuentas? 95
¿Con qué criterios hay que proceder a la elección del papel y en suma tomar una determinación? 95
¿Cómo hay que comportarse ante la opinión de un autodidacta inexperto? 95
¿Qué importancia hay que otorgar a la opinión de un viejo, experimentado e inteligente, pero también infructuoso, bolsista? 96
¿Qué hay que creer de los especuladores que aseguran comprar a las más bajas cotizaciones y vender a las más altas? 97
¿Qué es lo más peligroso para un especulador de bolsa? 97
¿Hay que estar informado sobre todo tipo de pormenores, como balances, dividendos, etc.? 97
¿Es importante o provechoso analizar pasados acontecimientos? 98
¿Qué es lo más importante para un bolsista que persigue la noticia en los medios de comunicación? . . . 98
¿Qué considera de las informaciones bursátiles que aparecen en los periódicos? 98
¿Qué importancia tiene el dividendo cuando se quiere comprar papel? 99
¿Cómo tiene efecto un desarrollo de cotizaciones? . . 100
¿Hay que actuar así en contra siempre de la tendencia? 104
¿Cómo puede valorarse la duración de los períodos? . 104
¿Es posible contar con un automatismo en la relación entre intereses y tendencias bursátiles? 105
¿Los especuladores observan en los Estados Unidos las posibilidades electorales de los candidatos a la presidencia? 107
¿Qué recomendaría usted como inversión: acciones o bienes inmuebles? 109

¿Se dan informaciones serias por parte de los *insider*? ¿Y qué opina usted de ello? 111
¿Qué opinión tiene de los análisis de acciones por expertos de primera clase? 118
¿Con los análisis ocurre algo parecido a lo que pasa con las informaciones *insider*? 119
¿Qué puede hacer entonces el especulador? 119
¿Qué estudios resultan más provechosos para un futuro especulador? 121
¿Qué tiene que saber un especulador para obtener este diploma? 121
¿Un financiero tiene que analizar en sus transacciones el balance de posibilidades de ganancias o pérdidas, pues de otra manera puede representar su caída? . 122
¿Cómo enjuicia usted la situación en el mercado petrolífero y el desarrollo de los precios del petróleo? 122
¿Qué opina usted de las operaciones comerciales a plazo? 125
¿Cuál es su posición hacia los bonos cero en dólares? 130
¿Se pueden comprar también los bonos cero a crédito? 131
¿Acaso no es muy recomendada esta operación gracias al bajo tipo de intereses suizos? 131
¿Qué es mejor para la buena marcha de un país y más importante para su ulterior desarrollo: la economía o las finanzas? 132
¿Por qué se muestra usted tan apasionado contra los economistas? 132
¿Cuál es su postura en la controversia sobre si es preferible para la economía la planificación estatal o la absoluta libertad? 133
¿Se decanta usted por la cárcel en vez de la jungla? . 134
¿Hay que controlar, por lo tanto, la economía? . . . 134
¿Qué ocurriría, en su opinión, si los países deudores, que están entrampados en 500 000 millones de dólares, se volvieran de pronto insolventes? . . . 135
¿No son de temer un crac o una reforma monetaria de los que tanto se ha hablado? 137
¿Los balances, los encuentros en la cumbre, los complicados convenios, las llamadas conversiones de deuda, son simples medidas superficiales? . . . 138
¿Qué opina usted de las nuevas inversiones *venture*? Se hace mucha propaganda de las inversiones en ese «capital riesgo» 139
¿Cuál es el origen de su predilección por la bolsa de París? 140
¿Qué opina usted de las opciones? 142
¿Es verdaderamente interesante el negocio con opciones sin un auténtico mercado a plazo? 145
Cuando tras un crac en la bolsa todos los síntomas indican un cambio, ¿qué categoría de acciones habría que comprar? ¿Qué se deduce de lo dicho: las que han caído poco, las que lo han hecho bastante, o aquellas que están totalmente hundidas? . . . 145
¿Qué influencia tiene la política impositiva de un gobierno sobre el mercado de capitales, es decir, sobre la bolsa? 145
¿La inflación es, pues, un momento de baja de la bolsa? 146
¿En realidad cuáles son las causas de la inflación? . . 146
¿Qué considera usted, en general, de los sistemas de juego en la bolsa? 147
¿Hay que comprar los empréstitos en apuros? . . . 149
¿Cómo fue posible el canje a 35 000 francos de un título de empréstito a 1 000 francos? 150
¿Qué importancia da usted a la relación entre precio y beneficio en las acciones? 150
¿Hay más optimistas o más pesimistas en la bolsa? . 151
¿Cómo puede calcularse el número de los participantes en la bolsa? 152
¿Qué opina usted de las cuentas numeradas en Suiza? . 153
¿Qué son en realidad los «oasis impositivos»? . . . 154
¿Qué opina usted de una vuelta al patrón oro? . . . 156
¿No tiene la vuelta al patrón oro interés para la economía? 157
¿Cómo juzga usted el desarrollo hasta el año 2000? . 158

PENSAMIENTOS SOBRE BOLSA Y DINERO . 161

TEST KOSTOLANY

Preguntas de Kostolany . . 177
Valoración 178
Comentarios de Kostolany . 179

Epílogo 181

Indice onomástico y de materias . 183

Prólogo

Experiencias bursátiles y vitales de Kostolany.

Con este libro Kostolany hace realidad un antiguo deseo suyo: escribir lo ocurrido en su vida, rica en aconteceres de su conocimiento funcional y en experiencias alimentadas a su «OP» (Ordenador Personal), como él mismo señala humorísticamente. Al mismo tiempo aborda los muchos problemas planteados en el transcurso de doce años en nuestros seminarios bursátiles.

Encontré por primera vez a Kostolany en un congreso sobre inversiones en el Banco Hipotecario Bávaro. Un consejero del Ministerio de Economía de Bonn había explicado las funciones preventivas de la nueva ley de inversiones en el extranjero y destacado la utilidad del fondo como instrumento inversionista. Empleó entonces la imagen de quien no podía utilizar el automóvil propio y precisaba utilizar un autobús, y aquel papel era el que jugaba el fondo para los pequeños ahorradores que no podían o no querían adquirir acciones. «Pero ¿saben si los chóferes extranjeros de los autobuses están en posesión de un carnet de conducir?», preguntó un caballero del público. Su rostro me resultó familiar, pues ya durante mis años en Nueva York me había llamado la atención Kostolany como columnista de Capital, *que adquiría aquí y allá. Decidí aprovechar la oportunidad para establecer una relación personal con él.*

Había escrito en una ocasión que a los alemanes les faltaban treinta años de experiencia en inversiones, pues de otra manera no hubieran caído en el tráfago del OIS, sobre el que él había sido uno de los que más vehementemente les había advertido. No sólo compartía yo su opinión, sino que me imponía su talante impávido. Le formulé la pregunta de si estaría preparado para poner su experiencia de más de cuarenta años (entonces), que abarcaba incluso la gran ban-

carrota de 1929, a disposición de la práctica diaria para de esta manera contrarrestar la falta de experiencia de los alemanes. Como respuesta dijo que lo haría del mejor grado con el socio adecuado, puesto que en definitiva era el mismo trabajo por el que se rompía la cabeza diariamente tan sólo para unos cuantos clientes. Aquél fue el principio de nuestras actividades comunes, lo que hoy en día se llamaría nuestra Joint venture. Cuando Kostolany comenzó esta segunda carrera tenía ya la edad de pensionista (como Adenauer cuando fue por vez primera canciller federal). Comenzamos a practicar una actividad desconocida en Alemania a la sazón, la administración de depósitos privados e individuales, esencialmente la actividad de los banqueros privados.

De ello surgió la idea de efectuar seminarios bursátiles. Nuestro primer seminario tuvo efecto en octubre de 1974 en Munich. Apenas concurrieron treinta participantes. El aspecto de la bolsa era lamentable: el precio del petróleo cuatriplicado, inflación galopante, huida del oro y los valores reales, el Dow Jones a 580 y el Indice FAZ caído a 160. Corrían rumores sobre la venta de Occidente a los grandes jeques del petróleo y privaba el recuerdo de la gran bancarrota de 1929. Pero lo que surgió del podio fue todo menos desesperado: «Ahora a comenzar gradualmente a comprar», fue la contraseña. El consejo era bueno. Dos meses más tarde comenzó el alza, en cuyo transcurso, el Dow Jones subió, por ejemplo, a 1 000. Entonces no nos hubiéramos permitido soñar que el seminario de Munich era el principio de un —por esta vez— laudable movimiento, que desde entonces se han sucedido casi cien seminarios, en la actualidad con un público asistente multiplicado por diez.

Como luchador por el capitalismo limpio y por su acción contra la brutal austeridad, Kostolany, el enfant terrible del establishment, ha creado sus propios prosélitos. Es un profesor bursátil que ha llegado a la teoría desde la práctica y efectuado sus experiencias con dinero propio, al contrario de la mayoría que va de la teoría a la práctica y efectúa sus experiencias con dinero ajeno.

Hace algunos años Kostolany citaba, cuando hablaba de los alemanes, a un cómico vienés: «Los alemanes no sólo trabajan mucho, sino que lo hacen de buena gana. ¡Tienen toda la razón!» Y sin embargo, hoy en día cree que nos ha atacado el bacilo de la decadencia, puesto que no pensamos más que en las vacaciones y las jubilaciones anticipadas.

Con este libro, el autor se hace también un regalo a sí mismo. Ahora no tiene que poner a prueba su paciencia y fatigarse en responder preguntas prolijas. Puede interrumpir

impunemente a los que preguntan y decirles sencillamente: «Querido amigo, lea usted mi libro; allá encontrará con toda seguridad una respuesta a sus preguntas y también más contestaciones a preguntas que hasta ahora no se había planteado.»

GOTTFRIED HELLER[1]

Munich, julio de 1986.

1. Estrecho colaborador del autor desde hace muchos años.

Introducción

«Si tienes un amigo, regálale un pez; pero si de verdad lo aprecias, enséñale a pescar.» Este aforismo chino es mi respuesta cuando me apremian para que les dé sugerencias. «Sugerencias» son los «peces» que cada cual tiene que obtener por sí mismo. Las sugerencias que se reciben como regalo son propaganda verbal para generar compradores del papel que determinado grupo, sindicato o institución financiera quiere lanzar al público. Asediado éste por sugerencias, compra el papel y hace que su curso aumente. El curso en alza provoca nuevos compradores y así se lleva a efecto la transacción planeada por el grupo interesado. En la mayor parte de los casos, éste es el objetivo de las sugerencias.

Si se desea tener éxito, no se debe ir tras las sugerencias, sino tener ideas, imaginación u opiniones, es decir, reflexionar de una manera soberana y capturar las sugerencias al igual que el pescador experimentado consigue los peces.

Es imprescindible conocer el mecanismo de los movimientos de alza y descenso bursátiles para decidir si se tiene que comprar, vender o no hacer nada.

Mis consejos no se fundamentan en estudios de economía política, sino en experiencias personales.

Lo poco que sé sobre economía y finanzas no lo he aprendido en las universidades o los libros especializados sino en la jungla. Evidentemente, me he gastado más dinero que el que me hubiera costado en Harvard o en la International Business School.

De mi experiencia de sesenta y cinco años derivan mis contactos en esa larga carrera por setenta y ocho bolsas diferentes (bolsas de comercio y bolsas de fondos públicos) y setenta y tres agentes de cambio y bolsa de toda clase.

En la actualidad no puedo calcular cuántas transacciones

—unas veces con éxito y otras con fracaso— efectué en todos esos años.

Hice especulaciones a corto plazo —en ocasiones a veinticuatro horas— y también a largo —incluso a cinco años—. Desde 1924 no me he ido una sola noche a la cama sin haber pensado en las obligaciones bursátiles y sin haber reflexionado en cómo actuar en aquel momento.

Negociaba *kassa* o también a término (es decir, a crédito) empréstitos, acciones, *bluechips*, pero también minas de oro sin oro y yacimientos de petróleo sin petróleo, valores y acciones de sociedades que casi estaban en quiebra. Negociaba con opciones de toda especie y en todos los sentidos en una época en que ni siquiera se sabía en Wall Street lo que eran opciones y negociaba en todas las mercancías en que resultaba posible especular.

Con frecuencia pasé por «gurú» bursátil, como un imbatible experto. A pesar de ello, caí una vez en la bancarrota, tan en bancarrota y hundido en deudas, que llegué a pensar en el suicidio. Precisé de mucho valor, astucia, energía, constancia, y como es natural también de suerte, para sobrevivir a mis dramáticas aventuras. Puede decirse con toda razón que un bolsista es un «tentemozo».

Tuve que vivir guerras, grandes y pequeñas, revoluciones, guerras civiles, inflaciones, deflaciones, revalorizaciones y desvalorizaciones, euforias bolsísticas y brutales retrocesos de cotizaciones, y afortunadamente pude salir de todo ello. Sí, es difícil ser bolsista.

Pues las cotizaciones no llegan siempre como se las espera. El diablo se entremezcla para demostrar a los humanos que no resulta tan fácil hacer mucho de la nada: la bolsa es caprichosa y de imposible cálculo. No basta prefigurársela, sino que también hay que acertar con la reacción del público. ¡Y eso no resulta fácil!

Mi propósito era explicar la anatomía de la bolsa, mis tesis y métodos, con mucha sencillez y sin complicaciones (es decir, no *ex cathedra*) puesto que nada es tan razonable y provechoso que dar respuestas claras y cortas a preguntas claras y cortas.

Mi experiencia me había hecho forjar mis respuestas y tan sólo precisaba las preguntas. En los aproximadamente cien seminarios celebrados (con 15 000 asistentes), en numerosas conferencias dadas en las universidades, en los establecimientos bancarios y empresas (del Bank of America al Deutsche Bank y las cajas federadas de ahorros, de IBM a DuPont, Nixdorf y Axel Springer a una fábrica de alimentos para perros) me hacían los asistentes centenares de preguntas. Para componer este libro me he remitido a aquellas preguntas, que sin duda me formularían también hoy.

En interés de la claridad he aspirado a no sumergir mis análisis en demasiadas anécdotas y situaciones, a los que soy siempre propenso y que jugaban también un importante papel en mis cuatro libros anteriores. Era aspiración mía acudir en ayuda de los lectores y aconsejarlos de manera imparcial cómo tenían que comportarse en este o aquel caso.

Hay millares de variaciones en las posibilidades de cuanto puede ocurrir en la bolsa, pero resulta imposible analizar todos los casos. Así es que no sirvo los manjares acabados, sino que ofrezco las recetas de cocina para que puedan prepararse por sí mismos lo que les apetezca.

Estoy convencido que lo conseguirán. ¡Buen provecho!

ANDRÉ KOSTOLANY

He crecido en el serrallo
conozco todas las tretas.

JEAN BAPTISTE RACINE

Preguntas y respuestas

¿Qué es la bolsa y para qué sirve?

La bolsa es el mercado de capitales, el punto de encuentro (entendido en sentido simbólico) de quienes invierten su dinero en valores o desean convertirlos de nuevo en dinero.

¿Qué son valores?

Valores son, como los llaman los franceses, *valeurs mobilières* (valores muebles) en contraposición a los inmobiliarios (es decir, valores inmuebles). Los valores pueden comprarse y venderse en bolsa en todo momento y en cualquier cantidad, a un precio que en aquel determinado momento corresponda a la oferta y la demanda. Oferta y demanda que se proclaman públicamente con gritos, de tal manera que sean controlables por los interesados. En la Bolsa de Nueva York, las órdenes de compra no se gritan, sino que el llamado *Ticker-tape* —una cinta de papel circulante— registra cada transacción con precio y cantidad. Esta cinta de papel circulante se ve en toda Norteamérica e incluso en las grandes ciudades europeas en las agencias de cambio y bolsa. Aparecen en históricas escenas de muchas películas norteamericanas cuando algunas grandes personalidades entran en la ciudad de Nueva York a través de Broadway con un desfile. Desde las ventanas de las agencias de bolsa que se encuentran en los rascacielos a ambos lados de la calle, los empleados lanzan las *Ticker-tapes* sobre el recién llegado. La popularidad de éste se mide luego por la cantidad de toneladas de *Ticker-tape* utilizadas en una de esas solemnidades.

En muchas grandes bolsas, como por ejemplo París, Zurich, Düsseldorf, Frankfurt y especialmente en Chicago, im-

pera tal griterío, que un neófito creería que se encuentra en un manicomio. En Londres, las cosas discurren con más tranquilidad. Allá la contratación de valores está bajo el control de un especialista llamado el *jobber*. Da a sus valores especiales el curso según esté dispuesto para su venta o su compra. En Estocolmo, por contra, la bolsa estaba ya provista, antes de la guerra, en los años treinta, de calculadoras, lo que significaba que una máquina compensaba los contratos de compra y venta, igual que aún hace hoy en día en la bolsa de Nueva York el respectivo corredor en su libreta de anotaciones.

¿Qué cuentan los valores mobiliarios, es decir el valor en papel?

Todos los empréstitos (también llamados obligaciones y bonos) o títulos de la deuda de gobiernos interiores y extranjeros, municipios y estados federados así como acciones de diversas empresas privadas de importancia cuentan como valores mobiliarios. Por acciones se entiende la cédula de cada una de las partes en que se divide el capital de una sociedad anónima.

También se negocian certificaciones crediticias, efectos opcionales y otros diversos valores que representan en mayor o menor grado una mezcla de acciones y obligaciones. El mercado de estos valores es la bolsa de valores (en ocasiones denominada bolsa de efectos).

¿Qué papel juega la bolsa?

Ofrece a los inversionistas la posibilidad de adquirir valores cuando poseen capital disponible y venderlos cuando necesitan de nuevo el capital. El inversor puede adquirir (o suscribir) las acciones a la fundación de la sociedad. Si lo hace con posterioridad, cuando las acciones están ya ofertadas públicamente, tan sólo le queda el camino de la bolsa, así como para los propietarios de acciones cuando desean venderlas. Los valores no pueden anunciarse como un automóvil usado en el periódico local o por medio de carteles. Algo así como: «Deseo comprar cien acciones de Siemens o vender cien acciones de Daimler Benz.» Para eso está la bolsa a disposición de los interesados.

¿Qué volumen tienen las transacciones con estos valores en la bolsa?

Depende de lo que ocurre en aquel momento en la bolsa y del tiempo; como es natural, las transacciones en la bolsa de Nueva York y de Tokio son fundamentalmente superiores a las de Milán y Madrid, por poner un ejemplo. También depende mucho de cuántos concurrentes activos tiene aquella bolsa. Pues en la bolsa no hay tan sólo inversores sino también especuladores y jugadores, cuyos valores no se adquieren a largo plazo sino solamente por un breve espacio de tiempo (quizá por unos pocos días, acaso tan sólo por veinticuatro horas). Me atrevería a llamar a estos especuladores los «parásitos» de la bolsa. Únicamente desean actuar por un período muy breve, en ocasiones de veinticuatro horas o de unos cuantos meses. Su propósito no es invertir realmente su dinero en las empresas. Pero estos «parásitos» son extraordinariamente importantes para el buen funcionamiento de una bolsa. De no existir, habría que inventarlos. Compran, venden, venden, compran y mediante sus transacciones elevan la cifra de operaciones. Y esto es muy importante, puesto que cuanto más grande es dicha cifra, mayor es la garantía para los inversores de poder descongelar a cada momento su dinero mediante la adquisición de acciones. En una bolsa con gran volumen de transacciones es posible comprar o vender un importante volumen de acciones sin influir esencialmente en las cotizaciones. En una pequeña bolsa con pequeñas transacciones esto no es posible, ya que con la compra o la venta de un gran volumen de valores, oscilaría. En una bolsa con grandes transacciones y con precios en alza cuando llega a cada cuarto de punto positivo del curso ingresa nuevo género en el mercado. En los precios a la baja, cada cuarto de punto significa un nuevo interrogante para el citado papel. Es un poco lo que ocurre en un motor de gasolina que funciona más regularmente y sin contratiempos con dieciséis cilindros que un motor con cuatro cilindros. Los problemas se amortiguan.

¿Y para qué sirven las acciones?

Todas las acciones de una empresa forman la sociedad anónima (S. A.). Con su adquisición los inversores colocan su dinero a disposición de las grandes empresas. Sin estos fondos no habrían sido posibles las grandes aventuras económicas de los siglos XIX y XX, con sus ferrocarriles, sus navíos, el

canal de Suez, la localización y explotación de yacimientos minerales y pozos petrolíferos, las grandes industrias modernas como la automovilística, la de las compañías aéreas, la de los ordenadores y la electrónica, etc., dentro de un sistema de libre mercado.

¿Qué ocurre en un Estado socialista? ¿También tienen esos países tales industrias?

El Estado socialista totalitario puede renunciar a las sociedades anónimas, y como es natural también a la bolsa, pues es el único financiador de las empresas. Es asimismo el único capitalista y confía la dirección de tales empresas a sus funcionarios, es decir, a los burócratas. En lo que nosotros denominamos monocapitalismo. Si dicho sistema es digno de admiración o de rechazo, es una cuestión opinable. En el sistema de mercado libre (lo llamaremos capitalismo a secas) es la sociedad anónima la base de sistema y la especulación, es decir, la bolsa, su motor. El carburante del motor es el capital inversor. Tan sólo la esperanza en la expansión de las empresas y en sus beneficios, y no el resultado de los intereses, puede hacer que los fondos necesarios para tal expansión económica salgan de los bolsillos inversores. Únicamente la aspiración al beneficio por afán aventurero, unido a la predisposición al riesgo de las empresas en forma de iniciativa individual y libre competencia, es el estímulo que impulsa al mundo con paso de gigante. El credo del capitalismo es así el deleite por la aventura y la predisposición al riesgo, la libre competencia y la esperanza en los beneficios. También en los países socialistas es posible obtener sólidos intereses del capital ahorrado.

¿Se puede comprobar esa teoría?

Teórica y científicamente no, pero la experiencia de los últimos sesenta años así lo demuestra. No puedo ofrecer mejor ejemplo como prueba del importante papel que juega la bolsa y la especulación bursátil en el desarrollo de un país que algunos próximos al socialismo y *—horribile dictu—* que todavía hoy se reconocen en el socialismo: Francia bajo el gobierno socialista de 1981 a 1986 con participación de ministros del sector moscovita del comunismo; Hungría, un país auténticamente comunista del bloque del Este, y Austria.

En Austria, la economía es propiedad en un setenta por

ciento del Estado. En Francia, durante el período de gobierno socialista, fue estatalizada la economía en un treinta por ciento. Las bolsas de París y Viena no dejaron de estar por ello apoyadas por el gobierno. A los inversores se les bonificó con exoneración de impuestos por compra de acciones. Los gobiernos no evidenciaron nunca un gesto contrario a la actividad bolsística ni dictaron una sola medida para frenar la especulación. Todo lo contrario: era del demonio público que los establecimientos bancarios nacionalizados apoyaban a las bolsas. Ocurría con frecuencia que por causa de un acontecimiento desfavorable o una noticia alarmante, las cotizaciones podían quedar afectadas. En tal caso, los propios bancos (que en definitiva dependían del Estado) apoyaban el restablecimiento de la normalidad mediante grandes compras. Cuando por cualquier causa se temía una inflexión y se oía la pregunta: «¿Qué tal se presenta hoy?», escuché con frecuencia que muchos profesionales respondían: «No hay peligro... Los gendarmes están aquí.» Lo cual significaba que los bancos y sus agentes estaban dispuestos a apoyar las cotizaciones mediante compras masivas.

¿Sería imaginable en los Estados Unidos algo semejante?

En los Estados Unidos el Estado no se mezcla en las transecciones bursátiles. Cierto que algunos grupos muy concretos pueden apoyar en el mercado unas determinadas acciones que corresponden a la esfera de sus intereses y con frecuencia, cuando su interés así lo exige, someterlas a profundas manipulaciones. Trataré más adelante cómo pueden efectuarse y en qué consisten dichas manipulaciones. No obstante, estoy convencido de que el presidente Reagan recibe diaria información del curso de la bolsa y le da gran importancia.

¿Y qué ocurre en la República Federal de Alemania?

Sucede un poco como en Francia; no sólo tercia aquí el Estado y los bancos estatalizados, sino los grandes bancos privados y las instituciones financieras que tienen, evidentemente, un interés en que no se altere el buen aspecto dominante.

Estas manipulaciones de las cotizaciones son posibles en la República Federal de Alemania o en Francia y también en otros mercados, pero no en los Estados Unidos puesto que

allá el mercado es demasiado grande. Cuanto más pequeña es una bolsa, más fácil resulta orientar las cotizaciones. Ocurre como en las carreras de caballos: cuanto mayor es el premio para una carrera, menor es el riesgo de manipulación o soborno del jockey con la finalidad de dejar a otro el lugar del vencedor. Un premio importante para el vencedor es demasiado seductor. Cuando el premio no es elevado, es más fácil la manipulación puesto que con las apuestas es posible ganar más de lo que se invierte en el soborno.

En la República Federal de Alemania, por ejemplo, los bancos tuvieron en los últimos años gran interés en vivificar las bolsas y mantenerlas en buen estado. Primero, porque poseían grandes paquetes de acciones que deseaban revender; segundo, para facilitar las alzas de capital, pues sólo cuando las cotizaciones son alcistas está el público dispuesto a aceptar nuevas acciones, y tercero, para poder vender a los inversores las acciones de sociedades de nueva fundación. Para todo ello es necesario un buen aspecto en la bolsa. El interés en aumentar el capital fundacional de las empresas es propicio para el desarrollo de la economía.

¿Tienen las instituciones financieras interés en que este buen aspecto no se deteriore?

No, no siempre. Hay períodos en que el ambiente de la bolsa no interesa a los bancos. En los años setenta se dio un período de altos intereses en el que los bancos querían obtener de sus clientes dinero en firme en vez de adquirir acciones con sus fondos de inversión. La tensión del interés entre el dinero y los créditos domiciliados por los clientes era demasiado grande.

En las ventanillas ofertaron a los clientes situar sus fondos en imposiciones de ahorro o en dinero en firme en vez de congelarlo en acciones, pese a que los precios de éstas se hallaban a un nivel especialmente bajo y depreciado. Los bancos tenían por ello interés en comprar por sí mismos las acciones.

¿Cuándo cambió su política?

En el movimiento de supinación bursátil ocurrido en los últimos años, de 1984 a 1986, sucedió algo totalmente diferente. Las instituciones monetarias tuvieron especial interés en activar el optimismo bursátil para que el público adquiriera

acciones. Deseaban fomentar las ampliaciones de capital en las firmas que ellos juzgaban de confianza y transformar muchas empresas limitadas en sociedades anónimas. Tenían así el propósito de descargar sobre el público —para conseguir así su propia estabilidad dentro de las altas cotizaciones— estas nuevas acciones o grandes cantidades de papel. Es una vieja ley que el público sólo compra cuando suben las cotizaciones y vende cuando caen. De no haber podido echar mano a tantas ampliaciones de capital y fundaciones de sociedades anónimas no se hubiera despertado un apasionado deseo de comprar acciones. Nada resulta más fácil que vender al público valores si se le puede indicar cuánto han subido hasta entonces y si es posible convencerlo de que seguirán el mismo ritmo de ascensión. Inversoras que en los años setenta y a principios de los ochenta no querían oír hablar de acciones, cambiaron súbitamente su posición y corrieron en cada sugestión que podía traducirse en una subida de la bolsa. Millones de pequeños ahorradores que ocho años antes no tenían siquiera idea de lo que era una acción, quisieron mezclarse en cuestiones bursátiles.

La República Federal de Alemania no era un caso aislado; en toda Europa occidental se desarrollaba un optimismo respecto a las acciones que no se había dado desde hacía mucho tiempo. En Milán, Madrid, Viena y en los últimos tiempos incluso en Helsinki, era posible comprobar el mismo fenómeno.

Semejante cambio de aspectos se produce con frecuencia. Los inversores se comportan como alcohólicos. Por la mañana están con resaca cuando la noche anterior han bebido demasiado alcohol, y juran no volver a tocar una copa; pero a las siete de la tarde se atreven ya con un cóctel, a las ocho con un vaso de vino y a las diez uno de whisky. A las doce están tan bebidos como la noche anterior. Es como una rotación, como el flujo y reflujo de las mareas. Aunque por desgracia, ni tan siquiera los más inteligentes economistas pueden calcular en qué momento ocurrirán los cambios, al contrario de los oceanógrafos que pueden predecir al segundo los movimientos de los mares.

¿Cuáles son los fundamentos económicos para tal cambio de aspecto?

En realidad no son fundamentos o motivaciones económicas las que provocan esos movimientos históricos. Más bien son factores de influencia técnica o psicológica, o de ambas co-

sas, que tienen grandes efectos sobre el desarrollo de los cursos a corto y medio plano; la liquidez juega un gran papel en ello.

¿Son favorables para la economía esos movimientos?

Sí y no. En realidad, las acciones deberían servir al público inversor como inversión a largo plazo, puesto que se hallan congeladas en las empresas. Como se ha dicho, la bolsa sirve para descongelar este capital cuando el inversor precisa del mismo. John Maynard Keynes llegó a enunciar la teoría según la cual el accionista tenía que estar unido a la acción como en matrimonio indisoluble (sin duda no había pensado en la posibilidad del divorcio). Pero el diablo metió, como siempre, su mano en el juego e hizo del *homo sapiens* el *homo ludens*. Y cuando el *homo ludens* descubrió que las acciones estaban sometidas a grandes fluctuaciones en su cotización, comenzó a sacar provecho de ello. De esta manera se desarrolló cada vez más el juego de la bolsa, así como también por el hecho de que cada vez fuera mayor el número de personas que disponía de más capital inversor. En los viejos tiempos se decía que un comerciante perdía con sus últimos diez mil florines también la razón. En nuestros tiempos, un inversor pierde su razón con los primeros diez mil marcos que posee. Se vuelve histérico con las inquietudes que le provoca pensar dónde los colocará, cómo los protegerá de la inflación, cómo los ocultará a Hacienda y —*last not least*— cómo los podrá aumentar mediante una buena inversión. Enloquece a la búsqueda de consejos, sugerencias y recomendaciones. Un público semejante puede ser objeto de fácil manipulación, empujarle al pánico, algunas veces medroso y también codicioso, y atraerle a la especulación de valores. Y así, cuando la bolsa sube, miles quieren subir al tren en marcha para —¡Dios los proteja!— aprovechar la oportunidad. Pues nada resulta más doloroso que contemplar un alza bursátil y no estar presente en ella. Es tan doloroso como comprar acciones y perder.

Según esta tesis, habría que creer que los bancos e instituciones financieras se comportan con deslealtad hacia el público. ¿Es éste el caso?

No; de una manera desleal, en absoluto que no. Pero con frecuencia son irresponsables y sus empleados y agentes ignorantes e inexpertos. Tienden a actuar un tanto en favor de sus propios intereses. En definitiva, los financieros y los tratantes en bolsa no son huerfanitos y los bancos e instituciones financieras son empresas *profit-making*, que actúan en primer lugar en interés de sus accionistas para presentar a éstos los mejores balances y pagarles los más altos dividendos. Esto no significa que tengan que explotar al público para obtener beneficios a su costa. Un hostelero no es tampoco desleal por recomendar un manjar más que otro, precisamente el que quiere quitarse de encima aquel mismo día. De todas maneras, una cosa es segura: que la popularidad de las acciones, que aumenta por su propaganda en los medios de comunicación y las crecientes cotizaciones —aunque estén manipuladas— es en interés de la economía general.

Pero ¿no son perjudiciales para la economía las pérdidas que el público experimenta por razón de las caídas en las cotizaciones?

Sólo en cierto grado. En la historia de las bolsas, los «boom» y las quiebras bursátiles son movimiento obligado. En una quiebra, millares de inversores se quedan en el camino, pero la mayor parte del dinero, invertido en acciones, es conducido hacia las empresas. En un «boom» surgen muchas nuevas empresas que luego desaparecen tras un crac. Pero muchas más sobreviven y se hacen indispensables para el desarrollo económico. Este fenómeno ocurre con frecuencia en las industrias modernas y revolucionarias, en innovaciones y desarrollos, en los que las nuevas empresas surgen del suelo como setas... gracias a las especulaciones. Ese riesgo debe tenerse en cuenta.

Hace poco mencionó usted Hungría para mostrar lo importante que puede ser también la especulación en un país socialista. ¿Por qué?

Tras muchos años de malas experiencias, el gobierno húngaro y sus consejeros han llegado a la conclusión de que las virtudes de la economía privada son, a pesar de algunos abusos, más productivas que el socialismo ortodoxo. Además, el gobierno quiere rescatar el capital formado por el ahorro, que se encuentra en cantidad relativamente importante en manos de la población (en su mayor parte en cuentas de ahorro en los bancos) y que podría tener efectos inflacionis-

tas. Como consecuencia de todo ello, las empresas estatales ponen en circulación empréstitos a diversos plazos e intereses más altos que los producidos por el ahorro y cuyos títulos adquiere el público con gran interés. Fue éste el primer paso dado en dirección de la inversión en valores.

El segundo paso es que las empresas vendan tan sólo los empréstitos que además del interés extraigan una participación en los beneficios de la empresa en cuestión. Es lo que en Occidente conocemos con el nombre de acciones preferentes. Éstas proporcionan sólidos intereses más un dividendo, es decir, una participación en los beneficios. Al mismo tiempo, los especialistas húngaros consideraron también la emisión de empréstitos que no aportaran intereses sino una participación en los beneficios. En el léxico occidental se denominan acciones con dividendos. Con semejante inversión el gobierno aspiraba sacar el dinero de las movibles cuentas de ahorro para dirigirlo hacia las empresas y congelarlo allá, lo que resultaba tanto más fácil puesto que las cuentas de ahorro proporcionaban un interés mucho más bajo que los eventuales dividendos cuando los beneficios de las empresas eran buenos. Por tanto, cada inversor tenía que romperse la cabeza para determinar en qué empréstito con reparto de beneficios veía la posibilidad de un dividendo creciente o en qué empréstitos intuía el peligro de que la empresa no lograra beneficios o trabajara con pérdidas. En tal caso sería el último en adquirir aquellas participaciones del empréstito que no le daban beneficio alguno, tanto más si en tal caso podían descender sus cotizaciones. Esta reflexión sobre la manera de invertir el dinero recibe el verbo de «especular», exactamente como ocurre en la República Federal de Alemana o en Norteamérica. En resumidas cuentas, se fomenta el placer de la especulación.

Sin embargo, ¿no existen todavía sociedades anónimas en aquel país socialista?

No, pero el germen de las sociedades anónimas está ya sembrado, ya que para determinadas empresas pueden asociarse muchas partes. La ley autoriza que un hombre de negocios tenga un máximo de diez empleados, pues según la mentalidad allá imperante un número mayor de empleados sería ya una explotación de los trabajadores por otro hombre. Cuando cinco socios se agrupan, pueden tener conjuntamente cincuenta empleados. Se trata de un juego con los números. Un paso más y los cinco socios pueden crear partipaciones en

esa empresa, repartirlas entre sí y luego venderlas, en principio como acciones. Todo ello en un Estado perteneciente al bloque comunista. ¿Existe una prueba mejor del importante papel que la sociedad anónima juega en la economía cuando el Estado desea otorgar mayor espacio a la economía privada? No el empréstito o la libreta de ahorros —que también existen en los países socialistas—, sino la acción que es típica en el sistema de libre mercado. Puesto que el inversor, al colocar su dinero en una empresa por medio de las acciones, no lo hace motivado en primer lugar por los intereses sino por el reparto de beneficios y la expansión de la empresa que se traduce en el aumento de cotización de las acciones. Dicho brevemente y con otras palabras, la bolsa es la plataforma de tránsito de los capitales invertibles y orientados a la obtención de beneficios y por ello existirá siempre en la forma que sea, en la esquina de una calle, bajo un árbol, en un café o en la bolsa, con cogestión o sin ella, con capitalismo privado o a medias estatalizado... en tanto exista una pequeña parte de economía particular. Sin acciones no existe economía de mercado, sin mercado libre carece de justificación la sociedad anónima, pero sin bolsa no existe sociedad anónima alguna.

¿Quiénes son los accionistas?

Como ha quedado dicho, el público se compone de aquellos que tienen disponibilidad de algo o mucho dinero líquido y por diversas motivaciones desean invertir tales fondos en valores. Hay entre ellos, pequeños, medianos y grandes inversores, es decir, capitalistas. Entre ellos se cuentan aquellos que quieren hacer un día su negocio y buscan cálidas sugerencias, es decir, que «juegan». A su lado hay especuladores que desean dinamizar su capital, con lo que quiero decir que de vez en cuando cambian sus valores de acuerdo con la coyuntura y las perspectivas de especular a plazo medio con las fluctuaciones que experimentaran las cotizaciones.

Utilizo el término «especular» y no digo «jugar». Estas especulaciones se basan en diversas causas: desarrollo de los intereses, política económica y monetaria del gobierno, factores técnicos, etc.

¿Qué denomina usted a medio plazo?

De uno a tres y eventualmente hasta cinco años.

¿Y a largo plazo?

El inversor a largo plazo está dispuesto a conservar durante años los valores, y con mucha frecuencia a seguir largo tiempo sus cotizaciones. Su motivación se fundamenta en un espacio de tiempo de muchos años y también en la esperanza de la expansión permanente de las empresas. Los accionistas de IBM, que tuvieron perseverancia durante muchos años, llegaron a más que centuplicar su capital inicial.

¿Cuáles son los factores decisivos para una tendencia bursátil a corto plazo?

En un plazo corto, la situación de la economía o la calidad de una empresa no tiene influencia alguna en las cotizaciones. Sí mucho más, empero, los aconteceres diarios, noticias cortas, etc., e incluso los chismes, pues muchos jugadores sacan de estos hechos conclusiones para el ulterior desarrollo. Las cotizaciones se ven influidas, en efecto, no por los acontecimientos en sí sino por la reacción psicológica del público a esos hechos.

Un ejemplo típicamente extraordinario ocurrió en 1939, tras el pacto de Munich y la desmembración de Checoslovaquia: las bolsas europeas se encontraban en buena tendencia, puesto que Hitler había prometido mil años de paz. El Führer alemán se declaró satisfecho con el acuerdo. El primer ministro británico, Chamberlain, aclaró en los Comunes, tras un agresivo reproche de un miembro del Parlamento por la traición a Checoslovaquia, que no tenía fundamento alguno dudar de las promesas del «señor Hitler», puesto que la paz estaba asegurada. No resultaba, pues, milagro alguno que predominara en las bolsas un buen clima, especialmente en la de París. Luego llegó la gran sorpresa del 15 de marzo de 1939, cuando las tropas de Hitler ocuparon la pequeña Checoslovaquia, con Praga, que aún subsistía. La consternación fue grande en todo el mundo. El *premier* Chamberlain volvió a comparecer ante los Comunes y aclaró, en aquella ocasión con voz sepulcral, que se sentía profundamente desconsolado, ya que el «señor Hitler» había roto su palabra. Precisó además, con mucha claridad y voz mucho más intensa, que en el caso de que el señor Hitler atacara Danzig o Polonia, Gran Bretaña acudiría con todas sus fuerzas y *manu militari* en auxilio del agredido. Fue ésta su declaración más rotunda. Ante ella y como era natural, todas las bolsas europeas se debilitaron. Estaba destruida la gran esperanza en los mil años de paz. La tendencia a desmoronarse persistió a lo largo de meses. El miedo a la guerra era cada vez mayor. Aparecía bien claro que las gentes tenían miedo, vendían lentamente sus depósitos de valores y preferían mantener en reserva dinero en efectivo para hacer frente a todas las eventualidades. Una reacción fácilmente comprensible y lógica.

Una pregunta también evidente sería quiénes eran compradores en momentos como aquéllos. Como ya ha quedado dicho, en una gran bolsa hay siempre compradores y vendedores. Compraron en primer lugar los optimistas, convencidos de que no se llegaría a la guerra y de que Hitler efectuaría una maniobra de retroceso. Estaban luego aquellos que eran de la opinión de que una guerra, en caso de estallar, no podría durar mucho. Alemania estaba muy debilitada económicamente, Hitler era un gran bluff y tras unos cuantos meses de guerra se vería obligado a pedir la paz. Después habían otros que opinaban que las cotizaciones eran tan bajas que —con guerra o sin ella— había que comprar. Entre éstos se contaban, como es natural, los inversionistas institucionales que tenían que sacar su dinero en efectivo puesto que las cotizaciones les parecían muy favorables. Otras sociedades, por el contrario, dispusieron sobre su liquidez y gracias a los bajos precios readquirieron sus acciones. Las cotizaciones descendieron por ello a mayor lentitud. A cada nueva amenaza de Hitler caían más y más las cotizaciones, especialmente tras el 23 de agosto, cuando el ministro de Asuntos Exteriores Molotov y Von Ribbentrop suscribieron el pacto germanorruso. Muchos tuvieron la sensación de que con aquello quedaba decidida la suerte de Europa, puesto que las dos partes, convertidas en aliados, querían repartirse Polonia entre sí. La guerra aparecía *ante portas*. La bolsa siguió cayendo. Se pensaba ya en todo lo malo que podía suceder al declararse la guerra: el cierre de las bolsas, también el de los bancos, el establecimiento de moratorias para todos los pagos, etc. Sea como fuere, había que tener un gran valor para adquirir acciones francesas. No sólo la bolsa de París, sino también las de Nueva York y Londres eran muy débiles. Yo mismo estaba influido por todo lo malo que parecía avecinarse. ¿Cabía imaginarse algo peor que la guerra? Y así llegó, tras unas jornadas muy tensas, el 1 de septiembre con el ataque a Polonia y Danzig y el 3 de septiembre con la declaración de guerra por parte de Francia e Inglaterra al gobierno alemán. Se produjo entonces, la gran sorpresa para nosotros, los bolsistas y los líderes monetarios. Los bancos no cerraron, no hubo moratoria, no se clausuró la bolsa, ni tan siquiera la bolsa de divisas, y no se dictó medida alguna

de economía dirigida respecto a las divisas. Y la mayor de aquellas sorpresas, absolutamente inconcebibles, fue que la tendencia de la bolsa se enderezó y las cotizaciones se elevaron como un cohete. ¿Quién hubiera podido imaginarse un alza súbita de la bolsa como reacción a la declaración de guerra? ¿Y cuál era la explicación del fenómeno?

Había diversas causas: una de ellas era la constitución técnica del mercado y el fenómeno *fait accompli* sobre el que volveré más tarde. También había una explicación objetiva que es totalmente lógica. El público se había sentido aterrado durante meses y quería acaparar dinero líquido. Comenzaba entonces un nuevo capítulo. Había guerra, una guerra con todas las consecuencias económicas. Para el público y según su propia experiencia, significaba inflación. Inflación y depreciación del dinero era algo que recordaba la primera guerra mundial. Se deseaba transformar el dinero líquido en valores realizables tan pronto como fuera posible. Estaba al alcance de la mano comprar acciones. A ojos de las gentes eran mejor que dinero líquido. Aquel movimiento de alza semejante al de un cohete duró hasta que comenzó la primera ofensiva alemana contra Holanda. El alza de la bolsa se vino entonces abajo. Tanto los jugadores bursátiles como el público en general tuvieron conciencia de que comenzaba la guerra caliente. Aquel dramático movimiento descendente duró hasta mediados de junio, cuando las tropas alemanas ocuparon París. Entonces se cerró la bolsa y fue trasladada del París ocupado a Vichy, en la porción no ocupada de Francia. Pero fue, como resultaba lógico, tan sólo la sombra de una bolsa con transacciones mínimas y una fracción de las cotizaciones anteriores. ¡Eso es la bolsa! Reacciona de forma impensable, histérica y en apariencia contra toda lógica, especialmente contra la lógica cotidiana que, sin embargo, no es idéntica a la lógica bursátil.

¿Cuáles son los factores decisivos para una tendencia bursátil a medio plazo?

El interés y la liquidez en el mercado de capitales tienen una creciente influencia sobre el mismo, si en los meses inmediatos —es decir, a plazo medio— es más fuerte la oferta o la demanda. El interés —en especial el interés a largo plazo— tiene una directa influencia en el mercado de empréstitos. Cuando los réditos de los empréstitos son pequeños, afluyen más medios líquidos al mercado de acciones, pero ese efecto del interés sobre las acciones se hace patente tras un determinado plazo. Es seguro un retroceso en el mercado de inversiones al que sigue en el plazo de seis a doce meses una caída de la cotización de las acciones. Si esta caída se frena algún tiempo por efecto de una atmósfera de euforia, aparece de pronto tan inesperada como un rayo en un cielo sereno. No es posible determinar el lapso de tiempo entre la caída de los mercados de empréstitos y acciones, pues contribuyen muchos y diversos factores. El más importante es la estructura técnica del mercado. Lo que significa lo expondré con posterioridad.

¿Y para la tendencia bursátil a largo plazo?

La psicología del público inversor no es decisiva a largo plazo. ¿Quién puede prever en el día de hoy los temores, esperanzas, preocupaciones y reacciones provocadas por los acontecimientos políticos de los próximos años? Sin embargo, en ciertos aspectos puede influenciar a lo largo de años un mercado cualquier posición psicológica del público, como por ejemplo, el entusiasmo respecto al oro que duró años enteros.

El desarrollo de los intereses es algo también imprevisible a largo plazo. Frecuentemente se cree y se llega a afirmar muchas veces que el presidente del Federal Reserve Bank es el dictador de los intereses en los Estados Unidos. Esto es cierto en algunos extremos. Pero ni siquiera él sabe cómo dictará los intereses dentro de tres meses porque ignora cómo se habrá desarrollado la situación en este período de tiempo, qué acontecimientos habrán influido para obligarle a subir o bajar el tipo de interés. No puede prever con muchos meses como plazo de anticipación el comportamiento del público inversor, del empresario y también del consumidor, dejando aparte todos los imponderables, como podría ser una eventual tensión o una gran sorpresa en la política interior y exterior. En el caso de que se desarrollara una psicosis inflacionista, elevaría el interés. En el caso de que los empresarios dieran un parón a sus inversiones y también el mundo de los negocios en general entrara en un estancamiento duradero, procedería a la baja de los intereses.

El desarrollo de los intereses sigue siendo, empero, el factor de influencia más importante sobre las tendencias bursátiles. La situación social, el mercado del trabajo, nuevos tratados comerciales con el extranjero y acontecimientos monetarios en otros países; todo ello tiene importancia en la actuación del Federal Reserve Bank. No basta la observación del público inversor durante un determinado período. Preci-

saría poder valorar también cómo discurriría el extenso desarrollo general. Pronosticar las anticipaciones al cuadrado, es decir, las anticipaciones de las anticipaciones. Ni siquiera el presidente del Federal Reserve Systems puede dar una predicción precisa a dichos interrogantes. Más que un dictador es un timonel que tiene que pilotar con seguridad su embarcación entre inflación y deflación, crisis y altas coyunturas, optimismo y pesimismo. En las valoraciones a largo plazo juegan papeles decisivos el desarrollo de la economía, los sectores y las empresas individualizadas, sus oportunidades, sus futuros beneficios y su expansión.

¿Se hace más transparente la bolsa a través de una política de medios de comunicación cada vez más perfecta?

La transparencia es mayor, pero las conclusiones finales que cada uno tiene que extraer no son eficaces. Tan sólo si las informaciones fueran transmitidas a la velocidad del relámpago, serían un inapreciable capital en caso de que se pudiera disponer de ellas en solitario. Informaciones, noticias sobre acontecimientos que conocen todos los participantes en la bolsa carecen completamente de valor y ése es hoy el caso en la mayor parte de las veces. Siempre repito: «Lo que todo el mundo sabe no me apasiona.»[1] Es muy importante interpretar las noticias y esto se hace muchas más veces equivocada que acertadamente. La falsa interpretación de las noticias es la más peligrosa.

A un sector del negocio bursátil lo ha eliminado casi por completo la telecomunicación a la velocidad de relámpago y eso es el *arbitraje*, es decir, el aprovechamiento de la diferencia de cotizaciones en las diferentes bolsas. Hace veinte años florecía el negocio del arbitraje entre Nueva York, Londres, París, Frankfurt y otras. Había un dos o tres por ciento de diferencia entre las cotizaciones de dos plazas y podía sacar provecho de ello el primero que se enteraba: compraba en una plaza y vendía en otra el papel un dos o tres por ciento más alto. En la actualidad, las bolsas se encuentran en contacto telefónico permanente. Las diferencias entre las cotizaciones sólo pueden durar unos segundos y son igualadas inmediatamente. A la sazón, todo el arte radicaba en obtener la comunicación telefónica un minuto antes que la competencia. Especialistas en aquel trabajo establecían así comunicación con la central telefónica. En los viejos

1. En alemán, la frase es de rima consonante, por lo que adquiere apariencia de refrán: «*Was schon jeder weiss, mach mich nicht heiss.*» *(N. del t.)*

tiempos, cuando el teléfono no estaba automatizado, tales expertos hacían amistad con las telefonistas. Se las sobornaba en ocasiones con perfumes y bombones, con lo que se conseguía una prioridad en los enlaces telefónicos. Conocí, por mi parte, un especialista con gran éxito que tuvo amoríos con una telefonista y llegó finalmente a contraer matrimonio con ella. Un actor cantaba en el cabaret:[1] «¡Aló, dulce hada del timbre! ¡Aló! Dime ¿cómo está la bolsa?...» Los expertos, que han perdido su empleo por los motivos antes indicados, en la actualidad son en vez de expertos en el espacio, expertos en el tiempo. No se aprovechan de las diferencias de cotización entre dos plazas bursátiles sino de las diferencias de cotización de hoy a mañana. Pero eso no es ningún oficio sino juego de bolsa.

¿En qué se diferencia juego de especulación?

El jugador no tiene motivaciones profundas sino que desea, como ha quedado ya patente, sacar beneficio rápidamente, de hoy a mañana, máximo en unos días o unas semanas. Piensa y actúa a corto plazo. Pone en práctica sugerencias que se rumorean a su alrededor, se contenta con pequeñas ganancias, prescinde de cotizaciones que podrían estar eventualmente en alza y actúa como un jugador en la sala de ruletas, que corre de una mesa a otra para ganar un par de monedas mientras hace sus apuestas a rojo o negro. No actúa de una manera intelectual sino emocional.

Los jugadores nadan con la masa. No pueden distanciarse de la tendencia predominante puesto que son por sí mismos una molécula de la masa. Compran porque su vecino compra y éste compra a su vez porque también lo hace su vecino y asimismo a la inversa: vende cuando su vecino vende. Estos jugadores componen el noventa por ciento del público bursátil. Forman la masa cuyas reacciones psicológicas son algo totalmente diferente a las reflexiones que se hacen los especuladores.

Analizarlas es más la tarea de un experto en psicología de masas que la de un economista. Cuando se encierra a cien personas especialmente inteligentes en un recinto, esta masa no reaccionará de una manera inteligente sino irracional. Cuando en un cine repleto y sumido en la oscuridad

1. Se trata de cabaret a la alemana, es decir, el celebrado *Kabarett*, donde se hace desde el escenario crítica humorística de carácter político, social, etc. La frase que sigue, fragmento de una canción, es en el idioma original de rima asonante. *(N. del t.)*

alguien grita «¡Fuego!», se desencadena un pánico que puede provocar heridos e incluso muertos a pesar de no haberse encendido una sola cerilla. Lo mismo ocurre en la bolsa: si muchos jugadores especulan al alza y están sobresaturados de acciones, el efecto psicológico sobre la masa actúa exactamente en sentido contrario. Sir Isaac Newton, el famoso físico, que era un apasionado jugador de bolsa y perdió todo su patrimonio en la quiebra del Londoner South-Sea-Dubbel, señalaba con exactitud el fenómeno psicológico de las masas: «Puedo calcular la trayectoria de los cuerpos celestes en centímetros y segundos, pero no hasta dónde puede llegar el enloquecido volumen de una cotización en bolsa.»

Ha hablado usted con anterioridad de sugerencias. ¿Qué opina de ellas?

Mi posición ante las sugerencias es muy negativa. ¡Fuera las manos de ellas! El noventa por ciento de las sugerencias no son más que promoción e incluso manipulación. Algún grupo financiero, un sindicato o institución económica que trata de endosar al público determinado papel difunde mediante la prensa, la propaganda de boca en boca y cotizaciones cada vez más manipuladas al alza una tendencia favorable para el papel con la finalidad de que el público pique. Por medio de las compras, las cotizaciones siguen subiendo. Afluyen cada vez más compradores, ya que como ha quedado dicho, nada es más fácil que vender al público papel que sigue entretanto en alza. En la vieja Viena se llamaba a esto «esquilado de conejo». Este público es fácil de manipular y esto se produce desde que existe la bolsa. En las más antiguas bolsas organizadas, en Amsterdam, aparecía este pretexto, en el siglo XVII, en el orden del día: «Se rizan los conejos en casa y luego se esquilan.»

Dice usted que el especulador actúa intelectualmente. ¿Qué entiende por ello?

Actúa de manera intelectual, es decir, con reflexión y nunca por impulso emocional. No quiero decir que lo haga «inteligentemente», puesto que la reflexión puede ser poco inteligente o equivocada. Pero tiene una percepción, una idea o una orientación, que puede ser acertada o no, pero no surge de manera emocional bajo la influencia de la masa. La mayor parte de las veces son sus ideas a medio o largo plazo y

están reforzadas con argumentos. Éstos pueden ser también equivocados, pero son argumentos y no reacciones puramente psicológicas a cualquier noticia o acontecimiento.

¿Es ésa toda la diferencia?

No. Como ha quedado dicho, el jugador actúa a corto plazo obstinado en las pequeñas ganancias. Por el contrario, el especulador efectúa transacciones y calcula grandes fluctuaciones en las cotizaciones, en ocasiones durante años, hasta que sus ideas se confirman. El especulador enjuicia objetivamente las cotizaciones, independientemente de que esté en racha ganadora o perdedora, ya que las cotizaciones bursátiles son independientes de su situación personal. Como es natural, puede también equivocarse y sus suposiciones no hacerse realidad.

¿Fueron los jugadores o los especuladores más afortunados en el pasado?

Creo que los especuladores eran, sin duda alguna y con mucha diferencia, más afortunados. Había todo un ejército de jugadores pequeños y grandes —como ha quedado dicho, el noventa por ciento de los participantes en bolsa—, pero sus éxitos eran muy limitados. Ocurría porque los jugadores no podían actuar nunca contra el consenso. En la vieja Viena se hablaba de «jóvenes bolsistas, viejos sablistas». Un buen especulador va también contra el consenso cuando tiene argumentos y motivaciones para ello. No quiero decir con ello que cada especulador vaya siempre contra la opinión general, pues entre los especuladores es muy baja la cifra de los que son hábiles. Estimo en como máximo un diez por ciento los participantes que se atreven a ir contrariamente a la opinión general, ya que ello resulta especialmente difícil.

¿Puede usted hacerlo?

Sí, pero no resultó fácil llegar tan lejos. Sólo tras las experiencias de muchos años establecí mi teoría y mis principios. Pero resultó luego extraordinariamente difícil aplicar ésta a la práctica.

¿Por qué le resultó difícil, si ya había usted creído en ello?

Muy sencillo. Cada vez que tenía que comprar, cuando otros vendían y compraban, cuando todos los demás aconsejaban vender, pensaba que mis teorías eran correctas y que tenía que ir contra la masa. Pero también me decía que en aquella ocasión podía ocurrir todo de forma diferente. Descubría después que tampoco en aquella ocasión habían ido las cosas de manera diversa y sí tal como había previsto yo con mi teoría. Tras un largo entrenamiento y mucho dinero empleado en aprender, me siento hoy dispuesto para hacer exactamente lo contrario a la tendencia y no sólo por obstinación. En mis escritos he ofrecido docenas de anécdotas al respecto. Como prueba cito con placer el éxito del gran pintor Pablo Picasso: sus cuadros valen millones, a pesar de representar algunas veces rostros en los que los ojos están abajo y la nariz arriba. Pienso por ello que en la bolsa no hay que ser conformista e incluso ser anticonformista, pues la opinión general no vale en bolsa ni siquiera diez peniques.

¿Qué se necesita para no ser conformista?

Hay que ser desconfiado, cínico y un poco mal educado para decir: «Sois todos unos estúpidos y sólo yo sé algo; o en cualquier caso, lo sé mejor.» Un buen especulador no debe confiar ni tan siquiera en su padre, sin hablar de los bancos, la prensa, los medios, los agentes y demás expertos. Sobre todo tiene que ponerse en guardia ante los agentes de cambio, ya que consideran la bolsa en su totalidad como una máquina de aprovisionamiento. No sólo no saben más que cualquier otro que reflexione y conozca lo que se publica en los periódicos, sino que carece de tiempo para meditar sobre ello. También sufren una deformación intelectual, puesto que sólo piensan en hacer grandes operaciones y cobrar comisiones.

A pesar de todos los consejos, impresos o verbales, no saben más que un mozo de recados. Pienso en ellos siempre al ver la escena brillantemente colorida de *Un baile de máscaras* de Verdi, cuando el paje Oscar canta: «Oscar lo sabe, pero no lo dice.» Doy entonces la vuelta a la frase y me digo: «El *broker* (agente de cambio y bolsa) lo dice, pero no lo sabe.»

Hace tiempo que acuñé el proverbio: «Cada *broker* es enemigo del cliente sin saberlo. Le es igual comprar que vender; lo importante es comerciar. Su cliente ideal no es el inversor sino el jugador. Como digo siempre, el *broker* quiere

al jugador, pero no le daría su hija como esposa. Pese a todo, no nos es posible efectuar nuestras transacciones bursátiles sin el *broker*. Hay que hacer una buena elección. Resulta imprescindible la mención de un caso al hilo de estas líneas: una razón social X de agentes de cambio y bolsa —*brokers*— recibió una llamada telefónica de uno de sus grandes clientes, un inversor de fondos por valor de miles de millones, que le encargaba vender una gran cantidad de US Steel y en vez de estas acciones, comprar una cantidad también tan grande de Bethlehem Steel. El cliente rogaba al *broker* que efectuara la operación tan favorablemente como le fuera posible. La empresa de *broker* envió a miles de sus clientes un telegrama en el que les recomendaba la compra de US Steel y la venta de Bethlehem Steel, es decir, exactamente lo contrario que lo que iba a hacer para el fondo antes referido. Quizá esta recomendación no fuera desfavorable en último término para los pequeños clientes, pues también el fondo podía equivocarse y quizá era erróneo cambiar las US Steel por las Bethlehem. Sin embargo, desde un punto de vista ético el proceder del *broker* fue absolutamente reprobable.

¿Qué propiedades debe tener un buen especulador?

Sagacidad, intuición y fantasía.

Sagacidad significa comprender la coherencia y distinguir entre lo lógico y lo ilógico.

Intuición no estriba en otra cosa que la lógica subconsciente, que es el producto de largos años de vida y experiencia bursátil.

Fantasía es tener en cuenta todas las posibilidades, es decir, todo lo bueno y todo lo malo.

Debe tenerse asimismo autocontrol y elasticidad para determinar —muchas veces lo antes posible— las posibles equivocaciones y cuándo eran falsas las posibles reflexiones. Como es natural, en tal caso hay que sacar inmediatamente las consecuencias.

El buen especulador debe tener igualmente paciencia y nervios templados para esperar que se hagan realidad sus planes. Debe reflexionar tras cada éxito o fracaso para determinar a qué hechos debe aquel resultado. Cuando tiene éxito no tiene que envanecerse, sino permanecer tranquilo y decirse a sí mismo que la suerte ha jugado su parte en ello. Pero no tiene que jactarse de su éxito, puesto que como aseguran los veteranos bolsistas, el dinero conseguido en bolsa

es tan sólo un dinero prestado que en la próxima oportunidad habrá que devolver con altos intereses. La bolsa es una gran usura. Con éxito o con fracaso, el especulador tiene en cualquier caso que aprender.

¿Cuáles son las peores propiedades del especulador?

Así como la elasticidad es una buena propiedad para extraer una acertada consecuencia de los fracasos, la obstinación y la contumacia son las peores. Hay que tener seguridad en las propias convicciones, pero en el momento preciso en que se descubre el propio error, ser consecuente y saltar de la embarcación. Por error no entiendo el retroceso a noventa de unas acciones compradas a cien sino cuando se descubre una falta en la estructuración de los argumentos o el tropiezo con un dramático acontecimiento inesperado; con ello, un buen especulador deduce la imponderabilidad en sus cálculos.

¿Qué profesión se parece más a la de un especulador?

En primer término a la de un médico y en menor grado a la de un abogado, político o comerciante. De ninguna manera a la de un ingeniero o un economista.

¿Por qué esta semejanza con la profesión de un médico?

Al igual que los médicos, los bolsistas tienen que establecer en primer lugar el diagnóstico. ¿Por qué está baja o alta la bolsa? ¿Por qué se falla o desciende una determinada acción? Por el diagnóstico se determina la terapia, el pronóstico y todas las demás consideraciones. Al igual que el médico, el bolsista tiene que corregir, en cuanto advierte que su decisión deriva equivocadamente, sus anteriores determinaciones y adoptar nuevas decisiones. Como la medicina, es una especulación y no una ciencia. Es un arte, al igual que la medicina es calificada como el arte de curar.

El ideario del ingenierio y también de un titular económico es de un aspecto totalmente opuesto. Es puramente matemático. Los ingenieros no tienen que dejarse dirigir por ninguna circunstancia intuitiva, que para los especuladores no sólo es permitida en determinada circunstancia, sino que resulta imprescindible. El especulador fantasea; el ingeniero calcula. Al abogado le ocurren otras cosas: precisa tener también

fantasías e intuición, pero está encerrado en el sólido marco de las leyes.

¿A qué juego se parece más la especulación bursátil?

Sin ningún género de dudas, a una partida de naipes. Tresillo, bridge o póquer, pero no al ajedrez o a la ruleta. El jugador de bolsa tiene que atenerse a las ventajas que determinan las situaciones cambiantes al igual que el jugador de cartas a las que posee. El curso de los acontecimientos puede ser favorable o contrario al especulador, al igual que las cartas al jugador. El buen especulador sale del asunto igual que el buen jugador de cartas: con buenas cartas gana mucho y con malas cartas pierde poco. Con hechos favorables, el bolsista consigue grandes beneficios, con hechos contrarios a sus intereses pierde por lo menos poco.

El ajedrez es un puro juego de combinaciones. La suerte no juega en el mismo ningún papel. La ruleta, por contra, es un absoluto juego de azar y suerte, en el que está excluido cualquier cálculo. Tan sólo los jugadores empedernidos se esfuerzan por encontrar algún sistema. La especulación bursátil es una mezcla de ambos: a medias suerte, según los hechos lleguen y se vayan, según se suceda la imponderabilidad, y a medias combinación, cálculo y estrategia como en el juego de ajedrez.

¿Cómo tiene que comportarse un especulador?

La especulación es una especie de filosofía que consiste en elegir los pros y los contras y eventualmente (insisto en señalar que eventualmente y no con seguridad) extraer las claves acertadas. Una mente matemática está dotada también para la especulación, pero no porque la bolsa esté fundamentada en las matemáticas sino porque éstas son con toda seguridad un adiestramiento para el pensamiento lógico. Economía, economía de la empresa y técnica son las grandes enemigas de la lógica bursátil que no tiene nada que ver con la lógica cotidiana. Lo que es lógico en bolsa le parece con frecuencia ilógico al usuario normal.

Un economista empresarial juega ciertamente un gran papel en el análisis de una empresa: es el análisis del balance. Pero en gran parte los balances son falsos, están falseados o por lo menos maquillados y cuando eran sinceros y conformes son *tempi passati*. Los papeles no suben o caen porque

sean buenos o malos, sino porque a causa de determinadas premisas y coyunturas pueden ser buenos o malos. Con frecuencia precisa comprar una acción a causa de un mal balance, cuando existen indicios de que el desarrollo se producirá o podría producirse en la buena orientación. ¿Adquiriría una acción casi en quiebra quien pensara con lógica cotidiana? Con ningunas acciones pueden hacerse tantos beneficios como las de empresas que se encuentran ante una situación reversiva *(turn-around)*, pues el margen entre quiebra y solvencia de una empresa es mucho mayor que el existente entre una buena situación y una mejor. Lo mismo puede decirse de las acciones de la empresa en cuestión. Cuando una empresa, que está ya casi en quiebra, al final no la hace, sus acciones suben sobre el múltiplo. Cuando una sociedad en buena salud marcha mejor tras unos buenos años, se reflejará esto muy poco en los cotizaciones.

Pueden hacerse asimismo grandes beneficios con los *créditos de urgencia* (que pueden ser deuda del Estado, municipal o de empresa) y que mediante una situación involutiva se hacen otra vez solventes. No podría mencionar mejor ejemplo que los conjuntos de deudas exteriores alemanas, los títulos de la deuda de las ciudades alemanas, estados federados, etc., que se emitieron antes de la guerra en diversas divisas como el dólar, la libra, el franco suizo, el florín holandés, franco francés, etc., y que tras el acuerdo sobre deudas de 1952-1953 fueron abonados con cinco años de intereses retroactivos a un ciento por ciento. Los empréstitos Young de la *tranche* francesa se pagaron por parte del gobierno de Adenauer no en francos franceses, sino en dólares revalorizados. Para decirlo en pocas palabras, el título de mil francos *nominale* que adquirí en la Bolsa de París en 1947 por 250 francos, me fue recomprado, tras el acuerdo sobre las deudas, tres años después, por 35 000 francos; aquél fue el mayor coeficiente que he podido alcanzar en mi vida de bolsista.

Era preciso tener mucha fantasía e imaginar el extenso futuro para reunir el valor necesario, cuando la República Federal de Alemania estaba por los suelos y no disponía de divisas, para comprar sus títulos de la deuda en dólares, francos, etc. Cuando yo los adquirí era muy pequeña la esperanza de que la República Federal de Alemania pudiera hacer algún día honor a sus compromisos. Pero ésa es a mi juicio la bolsa y especular significa prever algunas cosas con años de anticipación.

Dígame un ejemplo de que un argumento ilógico sea lógico en la bolsa

Podría creerse que un gran auge económico resulta inevitablemente favorable para las cotizaciones bursátiles. ¡Error! Un «boom» económico requiere mucho capital para inversiones directas y lo extrae en una buena cantidad de los dineros del ahorro. Queda poco para su colocación en valores. Los bancos difícilmente atienden las demandas de crédito, tanto más cuanto los bancos de emisión elevan los tipos de interés para contrarrestar un virtual efecto inflacionista del «boom». Las favorables consecuencias de la euforia económica surten efecto después. Cuando la alta coyuntura remite bajo la presión de los altos intereses, muchas inversiones planeadas cambian. De pronto hay más dinero líquido en los bancos y retroceden los tipos de interés. El banco de emisión no tiene ya nada que frenar y las acciones pueden subir. Tanto más cuanto las nuevas inversiones antes efectuadas aportan sus frutos con altos beneficios. Ocurre así que a pesar de una economía especialmente floreciente y con altos rendimientos, puedan descender las cotizaciones bursátiles antes de que se reflejen en ellas las repercusiones favorables.

¿Y cómo es una crisis?

Lo contrario es igualmente lógico. En una recesión, la bolsa comienza a subir porque la floja coyuntura en los negocios y la inversión hace que el capital disponible y la masa monetaria sólo se utilice parcialmente. El dinero está en los bancos y la situación se hace aburrida. Se podría colocarlo en las cuentas de ahorro, pero los intereses son eventualmente más bajos que el beneficio o dividendo de las acciones. Por contra, en una coyuntura económica acuden muchas nuevas acciones al mercado —parcialmente por medio de ampliaciones de capital o nuevas empresas fundadas— y esto representa una competencia peligrosa para las viejas acciones ya cotizadas en bolsa. Ocurre un poco como en el mercado de vehículos usados; cuando por efecto de las altas demandas las fábricas sólo suministran tras largos períodos de espera, los precios de los automóviles de segunda mano se elevan en ocasiones hasta alturas mayores que los nuevos. Cuando, por el contrario, una gran producción hace que las fábricas efectúen buenas ofertas, en ocasiones con rebajas o regalos, el mercado de vehículos de ocasión cae por los suelos.

¿Y cuál es el resultado total?

Hay que actuar de una manera analítica, y no guardar consideración alguna a la opinión del público bursátil.

¿Qué factores, aparte del carácter, son también decisivos para la tendencia de la bolsa?

Para que la bolsa suba, los dos factores más importantes —liquidez y carácter del público inversor— tienen que ser positivos. Cuando el público está dispuesto y desea comprar papel, la bolsa sube. Cuando el ahorrador se aferra a su dinero y se muestra poco propicio a comprar las acciones, baja la bolsa. Con frecuencia ocurre que un factor es positivo y el otro negativo. No se producen a continuación grandes movimientos, sino pequeñas fluctuaciones. Sería un mercado ideal para muchos jugadores cotidianos, que desean negociar de un día para otro, arriba y abajo, arriba y abajo. Y así ocurre hasta que ambos factores son positivos o negativos. En el caso de que sean positivos se produce un movimiento alcista, incluso una euforia: hay que dar gracias al cielo. Cuando ambos son negativos, adviene el dramático retroceso, el pánico: condenados a muerte. Liquidez y carácter pueden también influenciarse mutuamente: intereses en descenso pueden mejorar el carácter y viceversa, un carácter malo puede limitar la liquidez. Así, por ejemplo, el miedo a una crisis política mundial o las tensiones en el mercado de créditos pueden influir negativamente porque los intereses no efectúan inversiones a largo plazo sino que prefieren vender los empréstitos. Se elevan los intereses como consecuencia del miedo. El gran papel corresponde siempre a la liquidez y nosotros, los bolsistas, podemos perseguirla antes, pues la política del gobierno sobre los intereses es ya abiertamente conocida (por lo menos a corto plazo). Absolutamente imprevisible es, por contra, la situación psicológica.

¿Ha vivido usted en la práctica estos fenómenos?

Naturalmente. Ya el primer día que estuve en mi vida en la bolsa (en el año 1924 y en la gran *Bourse* de París) me dirigió la palabra un anciano caballero: «No le había visto nunca por aquí, joven. ¿Es usted principiante?» «Sí. Soy aprendiz en la empresa XY.» «Ah —me contestó—. Su jefe es un buen amigo mío. Le explicaré brevemente lo que ocurre aquí. Todo

depende de una cosa: que exista más papel que tontos o más tontos que papel.» La frase sigue sonando en mis oídos. En la realidad, es el huevo de Colón para el análisis de las tendencias bursátiles. El anciano colega fue acaso demasiado tosco con su definición; quizá había tenido una mala experiencia con las acciones, pero tomado en su conjunto, era exacto. En la actualidad expresaría esa verdad fundamental con otras palabras: todo depende de si para los dueños del papel es más importante y urgente vender sus valores o para los dueños del dinero comprar papel.

¿Sigue usted fiel a este principio?

¡Efectivamente! No es la calidad de las acciones la que decide si caen o suben, sino tan sólo la intensidad de la demanda y la oferta. El especulador debe analizar, pues, de dónde pueden venir la oferta o la demanda.

¿Quiénes son los tontos?

A Dios gracias, hay muchos. ¿Qué sería de la bolsa si no hubiera tontos? Voy de muy buen grado a los salones bursátiles (da igual el país que sea), pues en ninguna parte del mundo puedo encontrar tantos tontos en un metro cuadrado. Personas que viven por encima de su proporción intelectual. Resulta importante conocerlos y escuchar cómo analizan los acontecimientos del mundo y la economía, al igual que un buen jugador de cartas, en especial de póquer, que precisa conocer los pensamientos de su oponente.

¿Puede aprovecharse un especulador de la tontería de los demás?

Absolutamente, pues el especulador puede aprovecharse más de la tontería de los otros que de su propia inteligencia. También se puede aprender algo de un tonto, en especial lo que no debe hacerse.

En tal caso, ¿tendría que ser el ordenador, que es altamente inteligente, el mejor especulador bursátil?

No, puesto que su inteligencia depende de aquello con lo que se alimenta. Los norteamericanos dicen: *Garbage in... gar-*

bage out» (Basura adentro... basura afuera). El ordenador es tan sólo un medio auxiliar extraordinariamente útil para los especuladores, puesto que les suministra todos los datos que precisan. En vez de rebuscar entre miles de impresos y libros de una biblioteca, le es posible obtener sus informaciones apretando un botón. La mayor empresa norteamericana de *broker* tenía hace treinta años una biblioteca con trescientos empleados. Actualmente tiene tan sólo veinte empleados y un ordenador que ha suplido la gigantesca biblioteca. El ordenador carece de la fantasía, que es una de las más importantes propiedades de los especuladores. Tampoco puede percibir el desarrollo de la política exterior o de la tecnología. ¿Acaso hubiera podido el ordenador prever hace treinta años su propio papel en los próximos decenios?

¿Cómo considera usted la liquidez en sus cálculos?

Como ha quedado dicho, el papel decisivo corresponde siempre a la liquidez, puesto que la psicología del público es voluble. En el espacio de un segundo puede caer de un extremo al otro. Sin embargo, resulta posible seguir el desarrollo de la liquidez por espacio de un tiempo —por lo menos de algún tiempo, aunque no a largo plazo—. Algunas decisiones de los bancos de emisión y algunos signos de la política crediticia de los grandes bancos pueden inducir a extraer algunas claves. Sin liquidez no puede subir la bolsa. Es de la misma opinión que los músicos gitanos en la antigua Hungría cuando repetían constantemente: «¡Si no hay dinero, no hay música!» El dinero es la música o el carburante de la bolsa.

Puedo ilustrar mejor las relaciones entre la bolsa y el mercado de capitales con los siguientes ejemplos: imaginen ustedes un cubo grande y uno pequeño al lado; el grande es el capital de la economía en su conjunto, el pequeño es la bolsa. Si fluye mucha agua en el cubo grande, gracias a la política crediticia, los ingresos procedentes del ahorro, la afluencia de divisas, el balance comercial y la corriente de capitales procedentes del extranjero, etc., y fluye paralelo aunque más despacio a causa de la menor necesidad de capital de la industria, los presupuestos públicos y privados y los impuestos más bajos, sube el nivel del agua en el cubo grande. Cuando el agua se derrama, cae en el cubo pequeño, la bolsa, haciendo subir las cotizaciones. Éste fue el caso de lo ocurrido en la República Federal de Alemania en los últimos tres años.

Puede suceder a la inversa: cuando se vacía el agua del cubo grande con mayor rapidez que la que fluye, no queda

nada sobrante para el cubo pequeño, la bolsa, y bajan las cotizaciones. Hay que vigilar entonces con mucha atención el nivel del agua en el cubo grande.

¿Existen otras premisas o factores de influencia en las tendencias bursátiles?

¡Claro que sí! Una condición especialmente importante para la futura subida o caída es la estructura técnica del mercado. Por estructura o constitución técnica del mercado entiendo la circunstancia en que la gran masa del papel —tras un largo período de subida o caída— se encuentra en manos de los temerosos y de los caraduras.

¿Qué entiende usted por «temerosos» y «caraduras»?

Es mi definición completamente personal; quizá incomprensible para muchos, pero yo las mantengo. Los «caraduras» poseen las cuatro «G»: [1] *ideas, paciencia, dinero* y naturalmente, *suerte* (esto último se entiende por sí mismo).

Ideas: eso significa que el interesado debe tenerlas, así como persuasión. Tiene que hacer alarde de paciencia, es decir, de nervios templados y no echar inmediatamente la soga tras el caldero cuando el papel que ha comprado a cien retrocede a ochenta y su conservación parece aburrirle. Estaba persuadido de que el papel tenía que subir mucho más. Cuando su diagnóstico del retroceso lleva por de pronto a un objetivo insatisfactorio, tiene que hacer compras adicionales incluso a ochenta, pues si había considerado la cotización a cien como favorable, tiene que encontrar la de ochenta mejor.

Pero como es natural, debe disponer de bastante dinero para poder mantenerse firme. Por dinero no entiendo una cantidad absolutamente grande sino sólo relativamente grande. Cuando el pequeño ahorrador, que posee 10 000 marcos, compra papel tan sólo por 6 000 marcos, tiene «dinero»; cuando un multimillonario que posee diez millones de marcos compra papel por valor de treinta millones y queda a deber veinte, entonces no tiene bastante dinero (en realidad, no tiene dinero sino solamente un «saldo deudor») para mostrarse paciente, puesto que si sus papeles retroceden debe ofrecer a sus acreedores más garantías. En el caso de que

1. Los vocablos «ideas» *(Gedanken)*, «paciencia» *(Geduld)*, «dinero» *(Geld)* y «suerte» *(Glück)* comienzan en alemán con la letra G. Como es lógico, resulta imposible la traducción de ese juego de iniciales. *(N. del t.)*

no le sea posible, el acreedor, es decir, el banco o el *braker* enajenarían el papel aunque tuviera paciencia. Al pequeño inversor, que posee más dinero que el empleado en adquirir papel, no puede ocurrirle eso.

El «temeroso» es aquel a quien falta una de las primeras iniciales. Cuando no tiene dinero, basta tener paciencia. Pero también le faltará paciencia cuando tenga dinero y convicción, por lo que no podrá sostenerse.

Como es lógico, hay matices entre los «temerosos» y los «caraduras». Puede ser uno más o menos «caradura» y más o menos «temeroso». De un «caradura» podrá hacerse un «temeroso», pero un «temeroso» no podrá ser «caradura» a menos que medie un dilatado, muy dilatado, período de adiestramiento.

Cuando los papeles se encuentran, en gran volumen, en manos fuertes, en las estanterías del Tesoro o depósitos superprimados, califico al mercado como «sobrecomprado» (en inglés *oversold*). Cuando cantidades de papel se encuentran en manos de los «temerosos» y éstos se hallan cargados de deudas, califico al mercado de «sobrevendido» (en inglés, *overboutght*).

¿Qué consecuencias tiene un mercado «sobrecargado»?

Un mercado sobrecomprado y cargado de créditos es extraordinariamente peligroso y existe incluso el gran riesgo de que pueda derrumbarse en cualquier momento, aunque no tenga motivo para ello. Es el típico «mercado de la lechera»: un gran número de poseedores de acciones inexpertos y temerosos a los que sólo protege el carácter general de la bolsa y que desearían saltar velozmente del tren. Dejando a un lado que carecen de experiencia, no hubieran debido permitirse, dada su situación financiera, comprar acciones. Quizá han empleado en ello dinero que debían tener en reserva para otros fines, para no decir que han comerciado a crédito.

¿Qué consecuencias tiene el mercado «sobrevendido»?

Cuando el papel descansa en grandes cantidades en las arcas de los «caraduras», el mercado sobrevendido puede elevarse, incluso con malas noticias. Si apareciera una buena noticia, incluso la más pequeña, el mercado ascendería como un cohete hacia las alturas. Cuanto más papel se hallara en manos de los «caraduras», más intensa sería la explosión.

Existe todavía un factor que hace el mercado sobrevendido más «sobrevendido» todavía: cuando aparecen activos en el mercado muchos *baissiers* y antes se han producido *compras al descubierto.*

En las bolsas de la República Federal de Alemania no son posibles, a causa de fundamentos técnicos, transacciones al descubierto, pero resultan posibles en Nueva York, Londres, Zurich y especialmente en París. En París mucho más, ya que allí existe un *mercado a término* con provisión a final de mes, que también puede prolongarse *sine die* de mes en mes. En los Estados Unidos existe un mercado a crédito grande y activo tan sólo con determinados empréstitos del Estado y como es natural, en los mercados de mercancías a plazo.

¿Cuándo es posible determinar si el mercado está «sobrecomprado» o «sobrevendido»?

Hay para ello premisas y síntomas. También debe incluirse en el diagnóstico cómo se han desarrollado las transacciones en los meses y años precedentes. Si durante un largo período de tiempo —que puede ser de muchos meses— se han desarrollado con transacciones en alza, es posible deducir que un gran número de papel ha pasado de las manos de los «caraduras» a las de los «temerosos»: en mayor escala cuanto más altas fueron las transacciones. Pues sólo los «temerosos» compran a precios en elevación. Los «caraduras» venden la existencia que antes, a la baja, había afluido a sus arcas y sólo lo hacen cuando las cotizaciones son altas. Este movimiento dura hasta que una gran masa de papel se encuentra otra vez en manos de los «temerosos», que esperan que otros «temerosos» la adquieran, esta vez con retraso. Los «caraduras» disponen entonces de numerario y esperan hasta que los «temerosos» hacen aparecer de nuevo su papel. Éstos quisieran vender más altas sus acciones y si no es posible caerán más bajo, bien sea por causas psicológicas o técnicas, en ocasiones tan sólo por impaciencia, porque no aparecen nuevos «temerosos». Y esto ocurre siempre: que tras la euforia llega el desencanto.

Naturalmente podría aparecer un nuevo turno retrasado de compradores, especialmente si el gobierno, con ayuda del banco de emisión bombeara más dinero en la colectividad por medio de diversos canales (impositivos, crediticios, políticos u otros) cuando la industria y la economía no los necesitaban. Se derramaría entonces más agua del cubo grande en el pe-

queño. Paralelas a estas medidas, las grandes instituciones financieras podrían utilizar la gran instrumentación de la publicidad para hacer al público sensible a la bolsa. El papel se ofertaría agresivamente al público en las ventanillas de los bancos y se ofrecerían, además, créditos ligeros y baratos, tanto más cuanto los bancos no tenían otra mejor posibilidad de aprovechar la liquidez. Después de que los nuevos «temerosos» hubieran comprado su papel proceden a esperar que aparezcan otros nuevos. Llega luego un momento en que eso no continúa. Las cotizaciones se estancan o bajan algo. Muchos poseedores de acciones pierden su paciencia. Para ellos aquello es una sorpresa desagradable. Cuando adquirieron las acciones tenían el convencimiento —tras las promesas de los promotores de la maniobra— de que las cotizaciones subirían con toda seguridad. Si la bolsa se estancaba o incluso retrocedía, consideraban aquello un agravio personal y una alta traición. El 90 % del público que acude a un «boom» bolsístico está poco adiestrado y en absoluto vacunado contra las pérdidas y ni tan siquiera puede suponer que, a pesar de la opinión de los medios y los llamados iniciados, las cotizaciones bajen e incluso pueden descender mucho. Éste es el análisis de las consecuencias de un mercado «sobrevendido».

¿Y si el público sigue optimista gracias a los acontecimientos favorables?

También en tal caso existen otras e importantes causas que influencian la tendencia. En un desmoronamiento de las bolsas, podrían perder su cobertura las cuentas gravadas con deudas. Los bancos otorgan créditos ligeros, pero tras un derrumbamiento exigen garantías sustanciales y seguridad. Muchos clientes endeudados precisan ingresar más dinero o efectuar ventas. Éstas provocan retrocesos en las cotizaciones y los grandes retrocesos, nuevas ventas. La reacción en cadena prosigue. De esta manera, el retroceso puede desarrollarse sin un fundamento objetivo y sólo bajo una presión psicológica y técnica.

Es posible que llegue también una señal del banco emisor. Puede querer frenar una atmósfera especulativa o prevenir un riesgo inflacionista y que eleve los tipos de interés. En tal caso, la caída de las cotizaciones podría terminar dramáticamente.

La reacción psicológica de masas es la más peligrosa, tal como he aclarado ya con el ejemplo del cine. Cuando por efecto de transacciones cada vez más crecientes los precios

siguen cayendo y las transacciones se encrespan, cada vez es mayor el volumen de papel que pasa de manos de los «temerosos» a las de los «caraduras». Al final, la venta total a los precios más bajos sale de manos de los «temerosos». El pánico se hace presente y los papeles vuelven a estar en depósito de los «caraduras». De este escondrijo salen otra vez al mercado a precios alcistas. Comienza otra vez el movimiento hacia arriba.

A raíz de la depresión de las cotizaciones, los «caraduras» tenían los papeles y los «temerosos» el dinero; al llegar al momento álgido del «boom», el dinero estaba en poder de los «caraduras» y los papeles en el de los «temerosos». Esta oscilación entre dinero líquido y papeles representa la eterna circulación de las bolsas. Podría también decir que en su punto culminante tienen los «caraduras» el dinero y los «temerosos» la esperanza.

¿A qué consecuencias finales puede llevarse este análisis?

Mantengo la firme convicción sin limitaciones de que el retroceso de las cotizaciones representa una mala señal con un pequeño volumen de transacciones porque señala un retroceso mayor. El retroceso de las cotizaciones con gran volumen de transacciones es bueno porque los papeles van en grandes cantidades a manos fuertes. El crecimiento de las cotizaciones representa una mala señal en un fuerte volumen de transacciones porque manos débiles compran las acciones. Cuanto mayores son las transacciones más negativo es para el mercado, puesto que cuanto más «temerosos» toman parte en el mismo, peor resulta. Cuanto más pequeñas sean las transacciones en las cotizaciones crecientes, mucho mejor, pues las cotizaciones se desplazan, en efecto, pero las grandes cantidades no han salido de los depósitos de los «caraduras». Sé que la mayoría de los profesionales, analistas, agentes, etcétera, no dan importancia alguna a la tendencia con pequeños volúmenes de transacciones. Mi opinión al respecto es que se equivocan. Las pequeñas transacciones son tan sólo los *hors d'oeuvre*, la introducción y cuando se producen las grandes transacciones se desarrolla el movimiento preciso que tiene lógicamente que llegar. Al darse los precios crecientes llega con las altas transacciones la euforia, con los precios descendentes, primero el desmoronamiento y luego, la total liquidación. Es lógico, puesto que los muchos compradores al producirse los precios en alza rápida son asimismo de pronto vendedores cuando el mercado da un vuelco

por cualquier causa. Ya que los compradores de hoy serán los vendedores de pasado mañana, es más importante analizar la calidad de los compradores de hoy que la del papel. Y exactamente al revés: la calidad de los vendedores es más importante que la calidad de los valores vendidos. Incluso los mejores papeles pueden descender cuando los propietarios de acciones son de mala calidad.

¿Es ésa una opinión general?

¡No! Se cree exactamente lo contrario. La mayor parte de los agentes, bancos y medios de comunicación aseveran que los precios en alza son favorables en las altas transacciones. Para ellos es una prueba de que el gran público compra. Formulo por mi parte la pregunta: ¿es eso bueno? No, porque como acabo de explicar, el mismo público que hoy compra con tanto ímpetu, venderá tan febrilmente en un momento posterior. Y el gran público tiene, en definitiva, muy pocas veces razón.

¿Qué consideración merece a los broker *su análisis?*

No lo sé, pero hay una alta probabilidad de que crean que fantaseo. Naturalmente es favorable para los *broker* cuando los precios en alza les atraen cada vez más clientes. Es bueno para ellos y transitoriamente también para mí, pues aquellas muchas ventas llevan mis cotizaciones al alza. Pero ello no significa que tenga que seguir comprando a aquellos precios altos, pues yo había ya comprado a precios más bajos. Los altos precios en crecientes transacciones me satisfacen también cuando quiero comprar. Se ha llegado a las altas cotizaciones por efecto de las muchas compras del extenso público. El gran interés de hoy no significa nada, puesto que —como ha quedado dicho— el criterio psicológico del público puede cambiar en un segundo.

En una ocasión mantuve la siguiente conversación con un *broker* neoyorquino cuando yo me informaba sobre el comportamiento del mercado: «Colosal —me dijo—, hemos tenido hoy ciento ochenta millones de transacciones.» «No pregunto por las transacciones, sino cómo están las cotizaciones.» «¡Ah! Las cotizaciones permanecen, por lo general, invariables.» «La cifra de transacciones es cosa suya —le objeté irritado—. Preferiría altas cotizaciones con un pequeño volumen de transacciones. Eso sería para mí colosal.» Desde

hace mucho tiempo sé que no puedo intercambiar opiniones de la misma longitud de onda con la mayor parte de los *broker*.

¿Hay otros síntomas de que el mercado está «sobrecomprado» o «sobrevendido»?

¡Sí! Cuando el mercado se estanca tras un largo movimiento creciente, espera nuevos compradores y no reacciona ya ante una buena noticia y eventualmente retrocede algo, es esto una mala señal. El mercado está sobresaturado. Los «temerosos» han colocado en el mismo todo su dinero e incluso más, éste prestado, y no se presentan más compradores a pesar de las buenas noticias. Cuando, por el contrario, el mercado aparece estancado tras un movimiento decreciente y no reacciona ante las malas noticias e incluso sube algo, es ésta una señal muy buena. Los papeles están en grandes cantidades en poder de los «caraduras», que eventualmente habían calculado ya las malas noticias, por lo que no se atemorizan o en su caso, no están sorprendidos.

¿Cómo debe comportarse el especulador en estos casos?

Cuando las bolsas no reaccionan ya a las buenas noticias, debe marcharse y entrar cuando las malas noticias no tienen ya efecto. Una señal previa especialmente mala para el mercado es cuando los pequeños accionistas van a la caza de sugerencias y la conversación diaria versa sobre la bolsa. Se hacen juegos malabares con el nombre de las acciones, cada cual asegura haber obtenido una sugerencia de un amigo, recibida por éste a su vez del mejor amigo. Cada cual compra con el máximo crédito que ha podido obtener. Una mala señal es también cuando se citan como aclaración de la buena bolsa compras extranjeras. Conozco estas dos fórmulas mágicas: «Compras del extranjero» o «Instituciones extranjeras compran».

¿No es esto favorable?

En el momento en que las gentes compran es naturalmente favorable porque estimulan las cotizaciones. Pero será desfavorable cuando vendan los papeles. Pues tras el fenómeno «estrechez de cuello de botella» al comprar sigue el de «es-

trechez de cuello de botella» al vender. Todo depende de qué cualidades, virtudes y faltas posean los compradores extranjeros. Entre ellos se dan igualmente «caraduras» y «temerosos» cuyas motivaciones, también entre las instituciones extranjeras, son a menor plazo que las de los inversores internos. La mayor parte de los especuladores extranjeros desean, incluso cuando se trata de un fondo de inversión, efectuarla a plazo corto. Saltan al mercado cuando advierten una pequeña oportunidad y se ven apremiados por los *manager* del dinero del otro país, pero desean apartarse en cuanto ven un peligro o han hecho sus beneficios. Todos quieren siempre comprar o vender al mismo tiempo. En tiempos recientes se ha podido determinar muy claramente este fenómeno en las bolsas alemanas.

¿Qué ocurre con las instituciones, las grandes compañías de inversiones, cajas de pensiones (especialmente en los Estados Unidos), seguros, etc.? ¿No ha cambiado decisivamente el paisaje de la bolsa, de tal manera que éstas dominen el mercado y no los grandes especuladores en busca de lucro, los jugadores diarios a corto plazo, los pequeños y grandes inversionistas, etc.?

El paisaje ha cambiado, pero todo lo demás en el paisaje, los árboles, la vegetación, las flores, las ortigas, etc., siguen igual. Las instituciones, grandes concentraciones de capital, están dirigidas también por seres humanos. Los grandes *manager* del dinero son también personas, como los pequeños ahorradores o los grandes especuladores. Tienen las mismas reacciones y pertenecen también a las dos categorías de los «temerosos» y los «caraduras». Su posición psicológica es exactamente la misma y tan imprevisible como la de otros millones de miembros del mercado que desde hace muchos años forman el público bursátil. La diferencia estriba tan sólo en que los primeros operan con millares de millones y los pequeños con pequeñas cantidades. Los *manager* del dinero son acaso más «temerosos», puesto que tienen respecto a sus jefes la responsabilidad de sus transacciones y arriesgan su cabeza. Si tuvieran que encajar grandes pérdidas, serían pura y sencillamente excluidos. El pequeño es solamente responsable ante sí mismo.

¿Hay que comprar papel a crédito?

Tan sólo tiene que comprar papel a crédito aquel que dispone de otros y mayores generadores de rentas que el importe que adeuda. Me siento inclinado a decir que no debe comprar acción alguna a crédito aquel que no sea un atrevido partidario de la suerte. Claro que también entra en la determinación la proporción y la calidad de los papeles: cuando se adquieren valores por un total de 100 000 marcos a un fuerte interés y se queda deudor de 20 000 marcos, no es una catástrofe. O cuando en papeles por un valor de 300 000 marcos se queda deudor de 200 000, pero al mismo tiempo se cuenta con un millón en inmobiliarias, no es ningún pecado. Pero cada caso tiene que examinarse individualmente.

Para demostrar lo peligroso, perjudicial e incluso dramático que puede ser comprar papeles a crédito y cuánta fuerza da, por contra, a los especuladores no tener deudas, quisiera citar dos destacados casos entre mis muchas experiencias.

A mediados de los años cincuenta había en la bolsa de Nueva York un favorable desarrollo bursátil y las nuevas y revolucionarias industrias como las empresas de electrónica parecían algo fantástico y futurista. Compré así con mis últimos dólares acciones de electrónica y similares y cuando lo hube invertido todo seguí comprando a débito. Utilicé entonces al máximo mis posibilidades de crédito.

El presidente estadounidense se llamaba Dwight D. Eisenhower, que era héroe de guerra, pero aparte de ello, ningún genio. Su imagen era inmaculada a ojos de la población norteamericana (a pesar de que se rumoreaba mucho que había tenido una relación amorosa con Marlene Dietrich). La confianza del pueblo norteamericano en su presidente es uno de los elementos más importantes para que reine una atmósfera favorable en Wall Street. Nos encontrábamos a un año de las elecciones presidenciales y se calculaba con un ciento por ciento de probabilidades que volvería a elegirse al general Eisenhower. Todo Wall Street tenía sus esperanzas puestas en ello. ¿Por qué su triunfal reelección no repercutiría en la bolsa? Todos eran de aquella opinión y yo también.

Sucedió entonces lo peligrosamente inesperado: en 1955 el presidente Eisenhower sufrió un ataque al corazón. En los días siguientes cayeron espectacularmente todas las acciones en torno de un diez a un veinte por ciento. Como mis papeles tenían deudas, tuve que pagar rápidamente una buena parte de las acciones. Fue doloroso, pero algo necesario antes de que los agentes hubieran exigido mayores garantías.

Se produjo el crac porque las gentes habían abandonado la idea de que Eisenhower pudiera presentarse a reelección. Era un gran problema cómo podrían desarrollarse las elecciones sin Eisenhower y los problemas son siempre en bolsa un elemento perturbador. Ni los más «temerosos» jugadores tenían nervios suficientes para mirar fijamente cara a cara los problemas que plantea un acontecimiento inesperado, aunque hubiera sido un acontecimiento favorable. Dejando esto a un lado, la mayoría no podía juzgar lo que es bueno o malo para la bolsa.

En semejante caso, todos los «temerosos», pero también cuantos tenían deudas sobre sus depósitos, querían vender lo antes posible y los últimos se vieron obligados a ello. El crac de las primeras horas podía desencadenar una reacción en cadena hacia abajo.

Algunos días después mejoró el estado de salud de Eisenhower. Volvió a surgir la esperanza de que pudiera ser candidato a la reelección, la bolsa se serenó y también las cotizaciones comenzaron a subir y subieron mucho más de lo que habían estado antes del desgraciado acontecimiento. En los años siguientes alcanzaron las cotizaciones espectaculares beneficios, incluso un décuplo en ocasiones, pero era demasiado tarde para lamentarme.

Así es que vinieron a mi memoria, como siempre en tales casos —tras haber tenido que vender y las cotizaciones ascendían después— las poéticas líneas de Heinrich Heine en tal sentido: «... es una vieja historia y sigue siendo nuevo, justamente cuando pasó me rompió en dos el corazón.»

¿Cuál hubiera sido su reacción en el caso de no haber tenido deudas?

La misma, tal como hice unos años después respecto a otra noticia inesperada.

Fue en febrero de 1962. Otra vez me había llenado de papel los bolsillos, en aquella ocasión con acciones francesas en la bolsa de París. Pero entonces todo estaba pagado y no debía ni un solo botón. Era durante la guerra francesa en Argelia. El general De Gaulle, presidente entonces de Francia, quería evacuar Argelia, pero tenía que mantenerse en una política de bordadas, ya que la opinión pública estaba muy dividida en el caso. Entonces ocurrió otra vez lo inesperado (lo llamo la I mayúscula por imponderable): el levantamiento de cuatro generales franceses en Argel contra el gobierno, es decir, contra el general De Gaulle. Para el

público francés fue un acontecimiento estremecedor, quizá el acontecimiento más importante ocurrido en Francia desde el final de la guerra. Los generales temían la intención de De Gaulle de liberar Argelia, cosa que no querían aceptar bajo ninguna circunstancia. Aquella noche reinó en París un clima de pánico.

Al día siguiente no acudí a la bolsa, pues quería dominar mis nervios y no ver cómo mis papeles podían caer en las profundidades.

En vez de ir a la bolsa, fui a mi restaurante preferido, Chez Louis (un *beisl* checo internacionalmente conocido) a la sazón punto de encuentro de gente conocida del cine, la televisión y la prensa, y me dediqué a estudiar la carta sin pensar siquiera en la bolsa.

Casualmente, llegó un colega bolsista al local y me informó con espanto del crac —un auténtico baño de sangre— ocurrido en la bolsa, exactamente igual que los que se describen en algunas novelas sobre el tema bursátil.

—¿Queeé? —fue mi respuesta y me dediqué a degustar con toda calma mi comida.

Estaba convencido de que De Gaulle saldría vencedor de aquella pugna de poder.

De esta manera, lo ocurrido en la bolsa no dejaba de ser un hecho cotidiano que con el tiempo pasaría a ser un simple recuerdo. De haber acudido a la bolsa, habría vendido con toda seguridad. Me había permitido el lujo de no ir aquel día porque no tenía deuda alguna. Había pasado en un restaurante aquellas malas horas bursátiles. Una hora antes de que se cerrara la bolsa me enteré de que se había enderezado y que las cotizaciones se habían recuperado por lo menos en la mitad de la caída.

Por la noche, el general De Gaulle efectuó una de sus famosas alocuciones televisivas. Hizo un llamamiento a su querida Francia («*Ma chere vielle France*») y en aquel momento todo el pueblo francés estuvo tras él. El *quarteron* (una palabra acuñada por De Gaulle sobre la frase «*quatre generaux felons*»), es decir, los cuatro generales rebeldes, cedió en su actitud y todo se olvidó, no tan sólo en la situación política sino también en la bolsa. El crac se reveló como flor de un día y gracias a mi posición segura y poseer un depósito de valores sin deudas, había podido permanecer inmune al aspecto de pánico.

De haber tenido deudas, mi entera lógica se habría pervertido puesto que mi mente habría reaccionado de otra manera. En vez de haberme dedicado a meditar con toda tranquilidad cuáles podían ser las reacciones de De Gaulle y de

todo el pueblo francés, me habría dejado arrastrar, pese a mis principios, por el pánico y los daños hubieran sido mucho mayores.

De ahí mi postulado: prefiero poseer una pequeña cantidad de acciones pagadas de una sociedad altamente endeudada que una gran cantidad en papeles de primera clase de una prestigiosa empresa... pero comprados mediante endeudamiento. Con una pequeña cantidad en papeles enteramente pagados se puede esperar el alza durante largo tiempo, mientras que con grandes cantidades de papel pagado a crédito se está obligado a vender apenas se consiguen pequeños beneficios.

Uno de mis colegas y yo compramos, llevados de la misma idea, idénticos papeles, que en mi caso estaban pagados al ciento por ciento y él a crédito al mil por ciento. Yo pude sentarme tranquilamente por espacio de dos años sobre el papel y me fue posible obtener el doscientos por ciento de beneficio. Mi colega se sintió satisfecho con una pequeña ganancia, puesto que por razón de sus deudas tenía que mostrarse muy prudente.

Pero ¿pueden obtenerse beneficios en la bolsa sin riesgo?

Eso es cierto, pero cuando se especula con una fuerte tendencia de la bolsa —en vez de acciones de primera clase a crédito— (es decir, con liquidez más psicología y situación financiera) hay que comprar acciones de empresas fuertemente endeudadas, que hayan llegado a una situación económica crítica por una mala gestión económica y anteriores intereses altos y pagar enteramente aquel papel. En segundo lugar habría que comprar antes opciones, pero siempre con la idea de que todo el dinero que se encierra en opciones podría perderse totalmente.

¿Le quedan buenas experiencias a pesar de las deudas?

Podría explicar también una pequeña historia, rica en enseñanzas, sobre el tema. He escrito anteriormente que tras la segunda guerra mundial y la gran reglamentación de deudas por parte alemana obtuve un beneficio espectacular con el movimiento de alza de las deudas exteriores alemanas.

Invertí todo mi dinero en aquella especulación y empleé los máximos créditos que pudieron facilitarme los bancos

suizos (ni en los Estados Unidos ni en la República Federal de Alemania se habían concedido créditos sobre aquellas amortizaciones).

Ya que toda la especulación se basaba en el futuro de Alemania, estaba vinculada —como era muy claro— con la imagen personal de Adenauer. Era su deseo —costara lo que costase— conseguir la ratificación del convenido por el Bundestag. El SPD opuso una fuerte resistencia, pero podía darse por seguro que Adenauer podría sacar adelante su plan, que significaba el reconocimiento de los acuerdos de Londres. La persona de Adenauer jugaba un gran papel en aquella especulación y ello no podía por menos que ir unido a un cierto riesgo.

Circunstancias tan sensibles y politizadas podían hacer que los imponderables contribuyeran a tachar los resultados de las cuentas: una inesperada comunicación sobre el estado de salud de Adenauer, por no decir un peligro sobre su vida.

Tuve que desplazarme entonces una temporada a Norteamérica y lo hice muy preocupado sobre mis empréstitos alemanes, gravados con pesadas deudas. ¿Qué podría ocurrir con mis títulos alemanes si una mañana cualquiera llegaba una dramática o quizá fatal noticia sobre Adenauer? Tal vez una bancarrota de todos aquellos papeles. En tal caso tendría que liquidar todo mi efectivo y principalmente por causa de mis deudas. Pero quizá al día siguiente, cuando se escucharan las noticias en Europa, era en Nueva York noche profunda y cuando pudiera enterarme de la noticia sería demasiado tarde.

Mi propósito era dejar a los bancos una orden para que en el caso de que llegara a producirse semejante noticia pusieran a la venta todo mi depósito alemán.

Pero ninguno de los bancos estaba dispuesto a aceptar un encargo semejante, con la argumentación de que no querían asumir responsabilidad alguna puesto que desconocían hasta qué punto estaba afectada la salud de Adenauer.

No quería vender. Así es que volé tembloroso hacia Norteamérica y establecí contacto con los bancos para que en el caso de una noticia negativa (que deseaba que no se produjera) establecieran contacto conmigo ocurriera a la hora que ocurriese.

Felizmente, no le sucedió nada malo a Adenauer durante mi ausencia y pude así, con algún temor pero hasta su final, culminar el movimiento alcista y sacar del mismo los correspondientes beneficios. No podía remediar los temblores, pues aunque estaba seguro de que los empréstitos alemanes se pagarían, aun sin Adenauer, hasta el último penique, las

deudas sobre mi depósito, aquellas peligrosas deudas, ocasionaban mi permanente temor.

¿Y cómo fue el éxito de aquella especulación con grandes deudas?

Para mi felicidad, muy provechosa. Hubiera podido fracasar, si por ejemplo —sin tener en cuenta la salud de Adenauer— la hubiera afectado otra mala noticia: antes de la ratificación de los tratados se celebraban elecciones al Bundestag en la República Federal de Alemania. En el caso de un triunfo socialista era de prever que se hubieran producido dificultades con el reconocimiento del acuerdo y aquello hubiese podido resultar fatal para mi depósito.

¿Qué es más importante en la inversión de capital en valores: la táctica o la estrategia?

Cuando se planea la inversión en valores a largo plazo, es la decisión táctica y si se quiere comprar hoy o dentro de una semana, carece de importancia. Pues una baja de cotizaciones juega en tal caso gran papel. Mucho más importante es la estrategia: la elección de los papeles y la reflexión sobre si a medio o largo plazo.

¿Hay que comprar acciones en una recesión?

Sí, puesto que en una recesión el gobierno encauzará la vida económica. Rebajará el interés, aumentará la masa monetaria y de ello se aprovechará en primera línea la bolsa, antes incluso que la economía. Puesto que el dinero es el oxígeno de las bolsas.

¿Pueden subir las cotizaciones a pesar de un incremento general de impuestos?

Sí. Aproximadamente por las mismas causas que en una recesión. Puesto que cuando el gobierno sube los impuestos le es posible actuar de manera más liberal sobre el mercado monetario y ello sólo puede repercutir favorablemente en las bolsas.

¿Hay que comprar acciones cuando se recomiendan agresivamente por parte de las mayores y más conocidas empresas?

¡No! Hay que tener la mayor reserva. Un grupo financiero quiere quitarse de encima el papel y hace que lo ofrezcan los bancos o las empresas de corretaje en boletines financieros y medios con los que se halla en contacto. Es una promoción apoyada por propaganda verbal.

¿Qué atención hay que otorgar a las transacciones de los manager *del dinero de grandes instituciones?*

Ninguna. Estos comercian con tan grandes cantidades que pueden influenciar el desarrollo de las cotizaciones, pero sólo a corto plazo. Cuando una institución compra o vende gran cantidad de determinado papel, quizá éste lleve a la cotización a la alta o la baja, pero como ha quedado dicho a largo plazo no tiene la menor trascendencia.

¿Qué importancia cabe dar a las ofertas de los expertos a largo plazo?

Ninguna. Los expertos de una rama o una empresa no conocen la anatomía de la bolsa. Conocen la situación de una empresa concreta el día en que la han revisado o del pasado. Lo que ayer era valedero, carece hoy de justificación. En bolsa hay que improvisar constantemente.

¿Qué cabe considerar sobre las recomendaciones de un informador insirer *sobre las acciones de su propia sociedad? ¿Tendría que ser competente?*

En absoluto. Los informadores *insirer* conocen su propia naturaleza (y aun esto no es seguro) y los productos, el desarrollo y la potencia. Pero no tienen mucho que ver con el conjunto y el ulterior desarrollo del mercado de capitales. También ocurre que tales informaciones no son siempre sinceras. De acuerdo con mi experiencia habría que hacer casi siempre lo contrario de lo que una información *insirer* ofrece. Con frecuencia, las informaciones son arbitrariamente falsas para equivocar al público: los empresarios, el sindicato de la mayoría, acaso quieren aumentar su participación y adquirir las acciones. Difunden así falsas noticias con la

finalidad de que desciendan las cotizaciones o propalan por contra, con propaganda verbal, buenos acontecimientos para poder descargarse de sus propias acciones a cotizaciones altas. Luego aminorarán su participación en las empresas.

¿Sería eso un fraude?

Quizá. Pero resulta muy difícil de probar: cada cual tiene el derecho de sostener que su opinión era positiva o negativa, sin haber sabido nada con exactitud sobre la cosa.

¿Cómo hay que considerar las opiniones de los expertos y científicos en economía sobre el ulterior desarrollo?

No otorgarles demasiada consideración. Ni tan siquiera el mejor científico en economía puede analizar con justeza las tendencias bursátiles. Bolsa y economía no discurren —como ya se ha dicho— de una manera paralela. Si la opinión de los profesores de economía fuera competente en los análisis bursátiles, tendrían que ser todos unos potentados, lo cual no sucede. Los economistas saben todo sobre la economía y el dinero, pero no los poseen. Ya Voltaire decía: «Es más fácil escribir sobre dinero que hacerlo.» Economía y bolsa son dos cosas diferentes. El «boom» económico es desfavorable para la bolsa y el estancamiento de la economía favorable para el desarrollo de las cotizaciones, tal como he aclarado en el ejemplo de los dos cubos de agua.

¿Es siempre así?

Tal vez no siempre, pero sí la mayoría de veces. Entre economía y bolsa hay en último término un cierto vínculo, pero —como ha quedado dicho— no paralelo sino transitoriamente de soslayo. Más bien es la tendencia bursátil un antecedente del desarrollo económico. Pero tras un «boom» económico, tras el enfriamiento y una gran liquidez, precisamente por ésta, puede llegar el «boom» bursátil, tanto más cuanto son de esperar no sólo dinero sino también beneficios.

¿Son así siempre falsas las previsiones de los economistas?

Acaso. Algunas veces pueden acertar por casualidad. Pero no están nunca lo que se dice totalmente convencidos. Quisiera citar un interesante ejemplo: en la primavera de 1962 se produjo en Wall Street y todas las bolsas del mundo una caída bastante fuerte de las cotizaciones que no había previsto ni un solo economista. Fue tan fuerte que cuando se dieron órdenes de venta, no obtuvo respuesta alguna durante días en las bolsas suizas (pese a disfrutar estas bolsas de unas transacciones relativamente grandes). Unos meses después, cuando las cotizaciones se habían aquietado algo en su bajo nivel, el *New York Herald Tribune* (hoy *International Herald Tribune*) organizó una mesa redonda con los mejores expertos economistas. Debatieron esto y aquello, algunos se mostraron muy pesimistas y otros algo optimistas. Antes de que se marcharan, el moderador formuló sonriente la siguiente pregunta: «¿Qué consideran, señores míos, sobre un índice Dow-Jones de tanto y cuanto para finales de año?» (el índice estaba aquel día de 200 a 300 puntos bajo). Todos respondieron a coro: «*Are you kidding?*» («¿Está haciendo un chiste?) Y qué ocurrió. Que no fue a final de año, sino unos catorce días después que se encontraba el Dow Jones en aquella alta cotización.

¿Puede usted poner otro ejemplo similar?

Otro interesante ejemplo es un artículo aparecido en la importante revista norteamericana de economía *Business Week* (agosto de 1979). *Business Week* aseguraba que las acciones como inversión estaban definitivamente muertas. «Nadie quiere poseer ya valores financieros —opinaba la revista—, sino medios de inversión tangibles como oro y plata o bien objetos de diferente especie, como alfombras orientales, porcelana china, objetos de oro y plata y eventualmente inmobiliarias que también se pueden acariciar.» Esta afirmación era simplemente ridícula. Aquel mismo día, en Wall Street se negociaron tan sólo cincuenta millones más sobre los importes de miles de millones de los empréstitos, sin contar las otras bolsas mundiales como Londres, Tokio, etc. ¿Quién había comprado aquella enorme cantidad de valores? La respuesta era sencilla: los optimistas habían comprado y los pesimistas vendido. O para decirlo de otra manera: los «temblorosos» habían vendido y los «caraduras», comprado. Es de destacar un detalle interesante: el papel estaba aquel día en

su posición más baja (y los intereses en la más alta). El Dow-Jones se hallaba en torno a 800. Al principio llegó una sosegada mejoría que pronto se convirtió en recrecida, no sólo en Wall Street sino en todas las bolsas mundiales. ¡Qué estúpida era la afirmación de que «nadie» estaba dispuesto a comprar! ¡Cómo podía seriamente ofrecer una oficina de inversiones alfombras, jarrones, pisapapeles, armas antiguas, molinillos de café y otros objetos de colección semejantes como instrumentos de inversión?

¿Acaso no han hecho muchos una buena inversión con sus objetos de colección?

Sí. Pero se trata de casos aislados. Un particular puede alegrarse de que sus cuadros, su porcelana o plata y otros objetos de valor hayan experimentado una subida. Yo mismo me encuentro en una situación semejante. Pero eso no es limpiamente teórico, puesto que en primer lugar se dan siempre complicaciones y dificultades cuando se quiere vender y en segundo lugar, que un auténtico coleccionista no vende sus objetos de colección en cualquier momento, por muy alta que haya llegado su valoración. El coleccionista se morirá antes de hambre que desprenderse de sus tesoros. Hay que exceptuar, naturalmente, las herencias, pero en tales casos no llegan a ofrecerse los vendedores porque desconocen exactamente los precios. Claro que hay casos singulares, en los que el vendedor actúa bajo presión y —con mucho dolor por su parte— tiene que vender. Hace algunos años, el conocido literato, autor de *bestseller*, Roger Peyrefitte, tuvo que poner a subasta su colección erótica que de otra manera hubiera salido a concurso. Por amor de un hombre joven se había metido en gastos de millones y tuvo que sacarlos a remate en varias subastas.

Pero no hay que referirse a algo así al hablar de inversiones. Cuando se analizan las inversiones, se refieren a miles de millones. ¿Cómo poder situar estas cantidades en valores marginales? ¿Y los objetos de colección son valores marginales? La comparación entre acciones y objetos de arte como inversiones no es seria en absoluto. Una cosa no tiene que ver nada con la otra, haciendo abstracción de que también los precios de los objetos artísticos están sometidos a vaivenes mayores y más sorprendentes que las acciones y dependen de factores influenciales completamente incontrolados.

Entre las inversiones tangibles se podría clasificar el oro y la plata, pero esto forma parte de un capítulo sobre el que volveré en otra ocasión.

¿Cómo hay que valorar la influencia de la política nacional sobre las bolsas?

Hay que situarla en toda su importancia especialmente en Europa. Pues en Europa, la diferencia en la economía y la política crediticia entre un gobierno conservador y otro orientado a la derecha es mayor que en Norteamérica. Las corrientes políticas de la derecha y de la izquierda influyen en la psicología y el futuro de los inversores y los empresarios. Pero tampoco aquí hay que confiar en las reglas, puesto que como ha quedado antes dicho, la reacción psicológica es incalculable. Especial interés reviste saber si el gobierno que quiere combatir una ola inflacionista o una coyuntura deflacionista desea tomar la delantera con armas fiscales o monetarias. Lo que ocurra en cualquier momento dependerá de la posición ideológica del nuevo parlamento.

En los Estados Unidos las elecciones no tienen la misma importancia para la bolsa. Allá se celebran elecciones cada cuatro años, pero para los empresarios resulta casi igual qué partido llega al poder, sea el demócrata o el republicano, pues los dos se asientan en el terreno del libre capitalismo. Mucha mayor importancia tiene la personalidad del presidente electo, sea cual fuere el partido al que pertenece. Roosevelt y Truman fueron demócratas y tuvieron la confianza del pueblo norteamericano, como hoy ocurre con el republicano Reagan. Por contra, Carter como demócrata y Nixon y Ford como republicanos no disfrutaron en idéntica medida de la confianza de sus conciudadanos y por ello fueron unos presidentes fracasados

Para Europa es una angustia que se vote cada cuatro o cinco años y cada cual tenga que echarse a temblar al pensar quién ganará las elecciones.

¿Es importante la influencia de la política internacional sobre la bolsa?

Muy importante. La situación mundial —tensión o distensión - influye la psicología de los públicos. El desarrollo de la situación internacional influye grandes ramas (industria de paz e industria de guerra) de los balances internacionales de pagos, tratados comerciales, créditos políticos, etc.

¿Dónde reside la diferencia entre especulación e inversión?

No hay una frontera firme y determinada entre especulación e inversión. Una buena inversión es una especulación que ha dado buen resultado y una especulación con pérdida es una mala inversión. Especulación o inversión, no depende de la calidad de los papeles, sino de la cantidad relativa. Unas acciones de las denominadas altamente especulativas, un yacimiento de petróleo o una mina de oro, que no están definitivamente fijados pero que parecen prometer mucho, para un gran inversor que sólo invierta un pequeño importe, tendrá el valor de una inversión con riesgo calculado. Será por contra una especulación arriesgada si la compara por ejemplo a la de un pequeño ahorrador con un alto nivel de endeudamiento que adquiere empréstitos fiduciarios.

¿Se debería comprar papel a corto plazo cuando se tiene una mala opinión a largo plazo o incluso se ve en ello un peligro?

No; en ninguna circunstancia. No se circula ni tan siquiera cinco kilómetros en un automóvil cuando se tiene por seguro que aquel vehículo podría sufrir un grave accidente a los cincuenta kilómetros.

Quien crea que el desarrollo político exterior o interior podría ser desfavorable a las bolsas —pero solamente en determinado término, puesto que el plazo de las elecciones está todavía muy lejano—, debe calcular ese risgo y no desdeñar el peligro con la excusa de que falta mucho tiempo. Recuerdo con mucha precisión una experiencia personal de los años treinta.

En los años treinta tuve que vivir en la bolsa de París un compromiso a la baja: las causas eran de naturaleza en parte económica, en parte política. Pero la bolsa subía y subía por causas técnicas y porque los sindicatos habían manipulado al alza. Llegaron las elecciones en Alemania y por vez primera alcanzó Hitler, es decir, el partido nacionalsocialista, un triunfo relativamente importante. Sesenta y siete diputados nazis, con uniformes pardos y brazaletes con la cruz gamada, entraron en el Reichstag. Para muchos aquél fue un acontecimiento desagradable y también una sorpresa.

La bolsa parisiense no se sintió mínimamente afectada, a pesar de que era un acontecimiento susceptible de influenciar el futuro y siguió su alegre alza. En vano repetí ante mis colegas bolsistas el disparate que representaba el alza: en un país vecino y tradicionalmente enemigo de Francia había

alcanzado el poder un partido que amenazaba la paz. «¿Qué nos importa a nosotros lo que pasa en Alemania? Aquí estamos en Francia», me objetaron mis colegas.

Me sentí anodadado por aquella tonta reacción y les expliqué una película que había visto un par de días antes: «Buster Keaton tocaba el piano en una casita situada en un paraje solitario. Tocaba y contemplaba, soñador, el techo. De pronto llega un malvado e incendia la casa. El edificio arde en llamas que destruyen todas las paredes. Buster Keaton seguía tocando con tanta inspiración que no acertaba a ver nada. Y seguía tocando hasta que las paredes se hubieron calcinado por completo, apurando el último acorde de la composición musical. Luego miraba a su alrededor, dándose cuenta con sorpresa que la casa no existía y huía presa de pánico. Así os irá cuando os deis cuenta de que la casa se quema.»

¿Y qué ocurrió efectivamente?

Lo que he dicho. Poco a poco descubrieron los frecuentadores de la bolsa que la ascensión al poder de Hitler no era una broma. Perdieron el placer de seguir especulando al alza. Se produjo la bancarrota y me permitió embolsarme grandes beneficios. Un especulador de bolsa tiene que mirar siempre a la lejanía y no tan sólo donde alcanza la punta de su nariz.

Cuando en mi juventud aprendí a conducir, el profesor de conducción me decía: «No mire siempre el extremo del motor, sino cien o doscientos metros más allá.» Hice la prueba y experimenté de pronto otra sensación al conducir. Igual tiene que ocurrir en la bolsa. No hay que pensar en que las cotizaciones subirán mañana o pasado, sino en aquello que puede todavía ocurrir, ya sea en los meses como en los años siguientes.

¿Es la especulación con éxito una ocupación full-time?

No; hay que sacar un poco de tiempo del deporte, circular en automóvil y jugar a las cartas para reflexionar y estudiar los pros y los contras antes de cada decisión. Pescar con caña es un buen entretenimiento y una oportunidad de distensión para los especuladores, ya que cuando se está sentado con la caña tiene oportunidad de reflexionar sobre importantes problemas. Por lo que a mí respecta, escuchar música es el mejor acompañamiento para meditar y efectuar cálculos y combinaciones.

¿Con una pequeña apuesta se puede conseguir un gran beneficio o cabe aplicar también aquí el refrán: el primer millón es el más difícil?

Sí; se puede comenzar también con poca cosa. Con la compra de acciones totalmente hundidas, casi en quiebra y a las que sin embargo se consigue salvar en última instancia. Este caso se denomina una situación invertida.

O se puede hacer mucho dinero con opciones, cuando se atrapa la tendencia en el momento exacto antes del alza. También esto es posible, pero prefiero el primer caso. Lógicamente, el primer millón es el más difícil, pero no sólo en la bolsa sino en toda profesión. Algo tengo que precisar muy bien: no hay que imaginarse cuántos candidatos a bolsistas pueden ganarse el sustento con los juegos de la bolsa.

¿Cuánto dinero puede ganar anualmente un buen jugador de bolsa?

No puede «ganar» nada, puesto que el dinero hecho en bolsa no es ninguna ganancia. Mediante el juego bursátil no es posible obtener tal y cual ingreso al año. Siempre suena a falso en mis oídos cuando se habla de los éxitos de un bolsista que ha alcanzado al año tantos y cuantos ingresos. En primer lugar no hay que definir como ingresos lo que reportan las fluctuaciones de las cotizaciones. Son beneficios, pero no ingresos. Los ingresos de los valores proceden de los dividendos, intereses, cupones, etc. En la bolsa se pueden hacer beneficios, grandes beneficios, y también llegar a ser rico. También es posible perder, perder mucho, e ir a la quiebra. Pero en ninguna circunstancia hay que calcular los beneficios mensuales y anuales. A un buen especulador le puede ocurrir que permanezca un año sin obtener éxito y tenga que ocultar sus pérdidas. Y llegar luego seis meses en los que logre más beneficios que en todo el año anterior. Moraleja: no es posible calcular los éxitos bursátiles por años y por este o aquel porcentaje.

¿Podría ser válido para todo especulador potencial aquello de no cerrar el saco sin estar seguro de lo que se lleva dentro?

Sí. En la bolsa se dice que cuando el pequeño reverencia demasiado, el grande no es merecedor. «Quien tiene carne de cerdo, debe gotear», dicen los judíos piadosos, para quienes

la carne de cerdo está prohibida. Todo profesional de la bolsa debe tener eso muy presente. Cuando ya pisa suelos tan peligrosos, tiene que decirse: «Grandes beneficios... pequeñas pérdidas.»

¿Vale este postulado para todos?

He acuñado para mis discípulos una sentencia, muy citada y de la que se habla con mucha frecuencia: «Quien tiene mucho dinero puede especular, quien tiene poco dinero no debe especular, quien no tiene ningún dinero debe especular.» (Por ningún dinero entiendo, como es natural, casi ningún dinero, tan sólo, eventualmente, una pequeña cantidad.)

¿La bolsa crea una adicción?

Considero que sí. He conocido a muchos que fueron a la bolsa sólo por casualidad y no pudieron ya alejarse jamás de ella. Sobre ello ilustra suficientemente la anécdota que relato a continuación: tras el hundimiento de la bolsa en 1929, miles de profesionales bolsistas fueron abocados a una quiebra total y tuvieron que buscarse otros empleos, a veces muy poco interesantes. Dos antiguos colegas de la bolsa se encontraron y uno preguntó: «¿Qué haces ahora?» «Vendo cepillos de dientes para una empresa. ¿Y tú?» La respuesta fue ésta: «Te lo voy a decir en confianza: voy todavía a la bolsa, pero mi mujer se cree que toco el piano en un prostíbulo» (aquello era mejor que ser bolsista).

Toda teoría sobra, ¿sería ésta la fórmula magistral para los especuladores?

Absolutamente exacto. No hay tesis o sistemas científicos: ésta es la única fórmula magistral. Se pueden tener tan sólo presentimientos, pero nunca puede verse algo claramente. Con frecuencia escucho de labios de viejos profesionales: «La bolsa es ahora muy poco diáfana.» Sólo puedo reírme. ¿Cuándo ha sido diáfana? Si lo fuera, no sería una bolsa. Ni tan siquiera el mejor especulador puede ver el futuro, sino en el mejor de los casos reconocer los perfiles envueltos en la niebla. No es posible prever lo que ocurrirá mañana o pasado mañana. Pero se tiene que saber lo que es hoy y era ayer.

Y eso es mucho, puesto que la mayoría ni tan siquiera saben eso.

¿Todo está en la oscuridad? ¿Se puede aprender algo por experiencia?

Exactamente. Todos los jugadores y especuladores de bolsa se hallan en una cámara oscura. Sólo pueden encontrar a tientas los objetos que buscan. Como es natural, aquel que se encuentra en la cámara oscura desde hace tiempo encontrará los objetos buscados con más facilidad que los que acaban de entrar desde la claridad del día.

Pero muchos bancos aseguran que saben algo. ¿Puede ser?

No confíe usted en aquellos que han encontrado ya la verdad; confíe solamente en quienes siguen buscándola, como decía el poeta francés André Gide. Buscamos siempre pautas sobre cómo va a ser la bolsa. No podemos saber nada, sólo presentirlo.

¿Sólo hay un dios, el dinero, para un especulador? ¿Es la consecución del dinero su máxima meta?

Ciertamente que no. Hubo genios en el arte o la literatura que fueron apasionados especuladores: Cicerón (de todos modos, no con acciones sino con inmobiliarias), Voltaire, Beaumarchais, Rossini, Balzac, Gauguin, Proust, quizá también Schopenhauer y otros muchos. Yo mismo trabé amistad con el mayor violinista de su tiempo, Fritz Kreisler, en el despacho de un *broker* en Norteamérica durante la temporada bursátil. Buscaba siempre sugerencias, pero tenía una gran ventaja sobre mí: podía volver a «interpretar» sus pérdidas en la bolsa del mediodía a la noche con su violín. Para mí, el dinero no es ciertamente el dios. La especulación es —como para otros muchos— un deporte intelectual que para aquellos a quienes apasiona, produce más satisfacción que el propio dinero. La especulación es lo que para muchos las cartas, así como los juegos de la ruleta y las cartas, un cosquilleo nervioso en el que no queda situado el dinero en primer lugar sino el triunfo. Para el apasionado jugador de cartas es el triunfo el mayor placer, pero en segundo lugar está situada la pérdida.

¿Es conciliable la especulación con la moral?

Naturalmente, aunque con muy pocas excepciones. No hay progreso económico que no haya sido en todos los casos un resultado de la especulación.

¿Pueden ser peligrosos para nosotros los grandes especuladores o tenemos, como si fuéramos pasajeros en el estribo, que aprovecharnos de sus transacciones pletóricas de riesgo?

No es posible establecer regla alguna. Los grandes especuladores o para decirlo mejor, los financieros, capitanean sus transacciones, sus tomas de posesión, fusiones, desconcentraciones, etc., en y gracias a la bolsa. Compran la mayoría, es decir, el control de una sociedad en la Bolsa o se separan de una sociedad hermana mediante la venta de sus acciones en la bolsa. Un hábil negociante en bolsa puede aprovecharse con frecuencia de las fluctuaciones en las cotizaciones que provocan estas transacciones financieras. Pero es también en este sector donde cabe solicitar la mayor prudencia. Con frecuencia planea un grupo financiero la adquisición de la mayoría de una sociedad y compra en la bolsa sus acciones, pero no logra sus fines y trata de librarse de las acciones que escapan a su control Esta maniobra tiene como consecuencia que la cotización de aquellas acciones, que había ascendido como un cohete, descienda a las profundidades. Estas subidas y bajadas resultan completamente incomprensibles para el espectador inocente.

¿Se repiten manipulaciones como las de Buker Hunt con plata en la actualidad?

Desde que las bolsas existen y mientras existan, estaban y siguen estando en el orden del día semejantes manipulaciones. Los financieros no son filántropos. No en balde los llamaron en Norteamérica «banksters» (en vez de «gángsters»).

¿Cómo puede una empresa cambiar un inversor mediante una ampliación de capitales?

De diferentes maneras. Los balances no son honrados en un ciento por ciento. Como ha quedado dicho, están por lo menos desfigurados, pero siempre *tempi passati*. Cuando una em-

presa quiere acometer una ampliación de capital, manipula la cotización de una acción al alza para hacer apetecible la nueva acción al público. Semejantes manipulaciones son una costumbre.

¿Tiene que actuar el principiante en bolsa según el lema «El hombre se debe a sí mismo»?

Para un principiante es muy difícil, claro está, entrar en la bolsa solo y autosuficiente. Debe estudiar puntualmente este libro y así tendrá siquiera una pequeña idea de lo que es la bolsa.

¿Cómo es posible defenderse de los falsos profetas que ofertan por doquier oportunidades de inversión aparentemente sensacionales?

No dejarlos que entren en casa. Cuando llaman por teléfono, colgar el auricular. Y cerrar los oídos cuando se tropieza con ellos casualmente en el plano de los negocios. No hay profetas y gurús bancarios sino tan sólo astrónomos y soñadores. No es posible profetizar ciertas cosas. Las posibilidades sensacionales de inversión son casi siempre mentira. En cada esquina acecha un consultor de inversiones lagartón que ofrece una de esas posibilidades con la que se estará aparentemente protegido de la inflación, deflación, quiebra o cualquier otra crisis. Llegado este punto me veo obligado a citar a Molière: «La mayor parte de enfermos no mueren de su enfermedad sino de los medicamentos.»

¿Son los informes anuales sobre negocios, asambleas generales y publicaciones en la prensa cauce informativo adecuado sobre el desarrollo de la empresa?

No. Aparte de eso hay que leer los textos entre líneas y reflexionar sobre lo que se esconde tras cada información, si no es falsa o por lo menos indigna de crédito. Hay que analizar críticamente e incluso cínicamente. Aparte de eso no puede saberse dónde y cuándo surge una peligrosa competencia o si ésta cambia.

¿Habría que confiar el capital propio a sociedades establecidas o colocarlo en newcomer *recién llegados?*

Esto depende del objetivo de la colocación; no hay reglas precisas. Depende de la potencia del capital, el amor al riesgo y la paciencia. Pero también depende del *newcomer*, de su gerencia, su dirección, etc.

¿Ocurre en la especulación bursátil como en el juego de la ruleta? ¿No hay que arriesgarlo todo en la primera fiebre de ganancias?

Este es un problema del carácter y la edad. Sobre ello puede filosofarse, pero no dar consejo alguno, exactamente igual como ocurre con el juego de la ruleta.

¿Qué hace usted de las charts *(curvas de las cotizaciones)? ¿Lee usted tendencias de futuro en el pasado?*

Observo algo de eso, pero no mucho. No compraría basándome en las *charts*, pero en ninguna circunstancia operaría contra las mismas. Repaso *charts* con buena disposición dentro de largos períodos de tiempo (un mínimo de seis o doce meses), pero deteniéndome sólo en acciones aisladas y no en los índices de mercado.

Un médico no sólo examina la curva febril de un paciente en una habitación de un hospital para sacar así sus conclusiones y determinar el estado de su salud ni buscar el promedio de las curvas febriles de todos los pacientes que se encuentran en la habitación.

Las curvas de cotizaciones *(charts)* son las curvas febriles de una acción, que me informan sobre su estado de salud en las últimas semanas y meses. Eso es ya una cierta base para el análisis... incluso de futuro. La *chart* puede darme quizá también informaciones sobre los *insider* de una empresa que no son generalmente conocidos.

Una línea ascendente en zigzag demuestra que los *insider* (directores, grandes accionistas, etc.) quieren aumentar la estabilidad de las acciones referidas. Para ello pueden utilizar medios diferentes: saben que los beneficios aumentan cuando se lanzan al mercado productos nuevos y ricos en posibilidades. Quieren eventualmente impedir que otro grupo se haga cargo de la empresa o simplemente desmontar sus controles sobre aquella empresa.

Una línea descendente en zigzag —dos pasos hacia arriba, uno hacia abajo, dos pasos hacia arriba y uno hacia abajo— hace sospechar que el grupo comprador actúa muy prudentemente con sus compras para que no haya demasiados simpatizantes. Tras haber subido algo se para la compra, se vende incluso una pequeña parte para burlar a los otros y se comienza a comprar de nuevo cuando la cotización ha retrocedido.

En caso contrario —dos pasos hacia abajo, uno hacia arriba, dos pasos hacia abajo, etc.— los grupos vendedores actúan asimismo con gran precaución. Tras el retroceso de las cotizaciones detienen las compras e incluso adquieren algo para que la cotización se serene.

Como ha quedado dicho, ocurre con frecuencia que se quiere adquirir el control sobre una empresa. Pero un día se comprueba que no es posible alcanzar el necesario cincuenta y uno por ciento de las acciones para la mayoría. Se encuentra en manos firmes. Como el grupo no está interesado en una participación minoritaria, vende las acciones adquiridas y presiona así la cotización a la baja. Este caso es bastante frecuente. Pero el ingenuo público bursátil sigue sin comprender el fenómeno de las cotizaciones en rápida alza primero y luego en intensa baja.

También es notable cuando la línea de *chart* de una acción lleva orientación contraria a la tendencia de todo el mercado y se eleva o desciende contra la gran tendencia. Nos delata así la línea *chart* algo sobre las transacciones de los *insider*. No compraría contra una línea de *chart* en descenso cuando la tendencia general de la bolsa es alcista. Por contra, es una buena señal para una acción que su *chart* ascienda cuando la tendencia común es descendente. Pero no compraría acciones sólo porque su *chart* sube… no resulta suficiente.

También puede observar las *charts* (he dicho observar, no leer); cuando una acción de cotización en zigzag va en alza y a determinado nivel forma el techo que la cotización no puede romper, cuando la cotización se eleva hasta tocar el techo, desciende otra vez, etc., esto podría significar que al llegar a una cotización determinada salen al mercado por diversas fuentes grandes cantidades de acciones. Los agentes tienen la orden de vender alcanzada una concreta cotización. Llega luego el momento en que la cotización agujerea el techo y va en alza; esto significaría que se ha acabado la cantidad disponible y no surge ninguna nueva mercancía.

Cuando, al revés, una acción que se cotiza en zigzag cae profundamente, pero no atraviesa determinado fondo, cae frecuentemente sobre éste y vuelve a saltar en alto, puede ser

que un grupo sigue o mejor dicho, interviene para impedir el pánico de los accionistas. Cuando la cotización en caída atraviesa el fondo en determinado punto, eso significa que el grupo interventor no quiere seguir comprando, sea porque carece de medios necesarios o porque no desea seguir invirtiendo.

Todavía una observación más: cuando el curso de una acción, tras un intenso retroceso, permanece un tiempo determinado a bajo nivel, pero no sigue cayendo a pesar de que noticias e informaciones hablan sobre ello, podía ser que los *insider* estuvieran ya informados de que la empresa está en una situación reversiva y mantiene buenas oportunidades para el futuro. Este análisis se confirma luego cuando comienza a subir lentamente.

Como hay miles de jugadores a las *chart*, pueden determinar por sí mismos en ocasiones algunos movimientos de cotizaciones. Cuando hay señales seguras de su teoría, comprarían o venderían para conseguir por sí mismos las fluctuaciones. Éstas serían, empero, de corta duración.

Considero un desatino sacar de las diferentes formas de curva claves significativas, como las denominan: «platillo», «costado», «hombro-cabeza-hombro», etc. Semejantes caracterizaciones sólo sirven a los jugadores de un día, que desean efectuar operaciones a corto plazo. He conocido en mi vida a centenares de jugadores que negociaban con sus sistemas de *chart*, pero tampoco he dejado de conocer a uno solo que al final no hubiera perdido todo su dinero.

Moraleja: hay que examinar las *charts* y sacar deducciones de este examen, pero no deben seguirse ciegamente. Muestra clara y comprensiblemente el pasado de la acción que desea conocer; ¿qué nos dice el proverbio chino? Quien desea averiguar el futuro, tiene que conocer el pasado.

¿Existe un mercado independiente de la bolsa que podría calificarse de mercado negro?

Sí. Pero sólo en los que impera una severa economía dirigida de divisas o bien otras medidas que impiden el libre comercio. En la actualidad no se llama ya «mercado negro» sino «mercado paralelo», pues quienes toman parte en el mismo consideran que sus negocios no van contra la moral, sino que las leyes y decretos son inmorales. El tema se hizo tan actual en los últimos setenta, que podría escribirse un libro entero sobre el mismo.

¿En qué bolsas se hacen los mayores beneficios?

Depende de muchas cosas. En principio, si se mide en cifras relativas o absolutas. Medido en cifras absolutas, en Norteamérica, ciertamente: el mercado es allá enormemente grande. Se pueden ofrecer o demandar diez mil de las mismas acciones, sin influir sobre las cotizaciones. De las cifras relativas o los vaivenes de las cotizaciones habría que decir que dependen del tiempo y una serie de otros factores, pequeños o grandes. Unas veces puede ser en Tokio, otras en París; no hay reglas. Sé que muchos bolsistas jóvenes están interesados en Sydney, Hong Kong, Singapur y semejantes mercados exóticos. Pero no comparto su gusto. Los jóvenes y nuevos bolsistas experimentan alguna vez el *Superiority-Komplex* cuando reciben telegramas, órdenes de compra y de exportación de aquellos mercados. Llaman a Sydney y Hong Kong y se sienten de pronto como unos financieros internacionales que abarcan el globo con sus transacciones.

¿Se puede no lograr beneficios en los denominados mercados exóticos?

Aquí y allá. Pero considero que los principiantes deberían mantenerse en los grandes mercados occidentales. ¿Acaso no hay aquí bastantes oportunidades? Para operar en un mercado con discernimiento hay que saber mucho sobre el país en cuestión. La mentalidad del público y la del jugador, las implicaciones políticas, la política económica de los bancos, la actitud de los bancos emisores, la organización técnica de los mercados, etc. Todas estas cosas no podemos conocerlas ni seguirlas aquí, desde Europa. Así, a pesar de que tuve en los años cincuenta buenas experiencias con el banco de Tokio, no volvería a tomar parte hoy en aquellas bolsas. Inmediatamente después de la guerra mundial resultaba fácil hacerse una opinión. Mi criterio fue el siguiente: la paz está aquí, y gracias a su disciplina, su laboriosidad y su dureza, Japón volverá a vivir una buena coyuntura. Este supuesto era válido, pero desde entonces han transcurrido treinta años y la actual bolsa de Tokio se ha convertido en un auténtico infierno de juego. Una antigua prescripción para los jugadores de póquer recomienda no jugarlo con compañeros desconocidos. El Japón actual es para mí desconocido y he hecho un principio de no operar en las bolsas cuyo idioma y, por supuesto, cuyo alfabeto desconozca.

Quien sea un inversionista o un especulador que contempla

con optimismo la economía de Japón a largo plazo y por ello desee especular, puede comprar en la bolsa de Nueva York el papel «Japan Fonds»; se trata de un fondo de inversión con valores japoneses, dirigido por ejecutivos japoneses y norteamericanos que están mejor informados sobre la economía japonesa y sus particularidades mejor que cualquier especulador europeo.

¿Para los especuladores más cosmopolitas son las bolsas alemanas tan conservadoras y también tan provincianas?

Eso depende de los tiempos. En el pasado ése era el caso, evidentemente. Sin embargo, desde 1948 los inversores adquieren acciones como locos. No obstante, en general, puede asegurarse que el público de las bolsas alemanas se inclina por inversiones de mayor rentabilidad y cuentas de ahorro. También los bienes inmuebles tuvieron durante años la preeminencia sobre las acciones. A pesar de ello, los dirigentes económicos alemanes deseaban popularizar desde hacía años el ahorro invertido en acciones para que muchas empresas pudieran ampliar su capital social. Consiguieron finalmente hacer del público un simpatizante de las acciones e incluso un buscador de ellas. No resultó difícil, tanto más cuanto que en el mundo se había producido un cambio en favor de las bolsas y fue posible aprovechar esta atmósfera también en la República Federal de Alemania. Eso duraría hasta que se produjera una caída de las cotizaciones que reportara grandes pérdidas. Luego se produciría con toda seguridad un gran intervalo hasta que volviera a llamar el interés.

¿A pesar de los altos gastos, vale la pena comprar en plazas bursátiles diferenciadas para vender respectivamente?

Depende de qué papeles y de qué bolsas se trate. Muchos valores norteamericanos se comercian en la República Federal de Alemania, en Amsterdam, en Suiza, en París, etc. Las comisiones son diferentes, pero en Europa son relativamente más baratas que en los Estados Unidos.

¿Desempeña un papel si se comercian valores norteamericanos en marcos o en francos suizos?

No, porque las acciones corresponden exactamente al tipo de cambio monetario. Esto vale para los valores, que tienen en la

República Federal de Alemania, Zurich, etc., un gran mercado. Con acciones con circulación más baja puede darse un pequeño cambio, según estén en Europa más altas y más bajas en América.

¿Están sujetos a imposición los beneficios que se obtienen por la diferencia de cotización de las acciones? En caso afirmativo, ¿cuál es su importe?

En la República Federal de Alemania están sujetos a impuestos cuando entre compra y venta median menos de seis meses.

¿Son las acciones nominativas más caras que las acciones al portador?

No, al contrario. Cuando una sociedad posee ambas (como es frecuentemente el caso en Suiza) la acciones nominativas son más baratas que las acciones al portador. Pero sólo los suizos tienen el derecho a comprar acciones nominativas suizas.

¿Significa una ampliación de capital de una sociedad un alza de las acciones?

No. Depende de las oportunidades de la empresa y de la tendencia general del mercado de capitales. En una tendencia bajista actúa una ampliación de capital de manera más bien negativa; en una tendencia alcista tiene, por contra, un efecto positivo.

La acción permite a las empresas en busca de capital una ampliación de capital. ¿Podría ser el camino hacia una más amplia democracia económica?

Sí. Ya he dicho lo que representa la acción en el sistema de economía de libre mercado. La posesión cada vez más amplia de acciones de grandes empresas conduce lentamente a una especie de capitalismo popular. Gracias a la bolsa, cada persona corriente adquiere una participación en las empresas de cada ramo de su preferencia. En Norteamérica, Inglaterra y Francia es así hace decenios, en Amsterdam había en el siglo XVII una especie de bolsa en activo. Como ha quedado ya dicho, en la República Federal de Alemania ha sido todo mucho más lento.

¿Es el mercado de acciones —en la economía de libre mercado, en la que el juego de la oferta y la demanda regula los precios— el único que todavía funciona?

Casi. Pero en numerosos países hay también un libre desarrollo de los precios de las materias primas y bienes inmobiliarios así como de la cotización de divisas (excepto los países donde existe legislación sobre divisas). La tendencia abarca el mundo entero: más libertad en todos.

¿Hay que deducir de un alto reparto de dividendos una elevación de las cotizaciones?

No de manera categórica, especialmente no a corto o medio plazo. Con frecuencia, los especuladores esperan anticipadamente un aumento de los dividendos, pues hacen que se eleven las cotizaciones. Pero ocurre con frecuencia que tras el anuncio de un alto reparto de dividendos la cotización retrocede. Es el conocido fenómeno del *fait accompli*.

¿Cómo reza el breviario del especulador a la baja?

La respuesta espontánea podría ser un proverbio bursátil: «El especulador a la baja es objeto del menosprecio de Dios porque desea el dinero de los otros.» El especulador a la baja sólo puede obtener beneficios de la quiebra de los demás. Especula con el dolor de los demás. A esto podrían responder aquellos que no se preocupan mucho de la moral con una cita de Schiller: «Tan sólo en el dar está la riqueza» (dar significa en la jerga bolsística «vender»). La especulación a la baja tiene su especial mecanismo. En Alemania se llama a la especulación a la baja comprar en vacío. Exige una determinada comprensión de cómo se puede vender algo que no se posee todavía. Los anglosajones llaman al especulador a la baja *bear* (oso), por lo que significa de vender la piel del oso antes de haber capturado al animal. El especulador a la baja tiene un carácter muy concreto. Está empeñado en su pesimismo y siempre es de la opinión de que las acciones están muy altas. Especula constantemente con las cotizaciones en baja.

Ahora recuerdo una anécdota sobre un especulador a la baja en la bolsa de Budapest. Había especulado agresivamente a la caída de las cotizaciones, pero la bolsa subía y subía y sus pérdidas eran cada vez mayores. Un día estaba en un rincón de la bolsa mientras las cotizaciones subían con gran es-

trépito. Un colega le preguntó para irritarle: «¿Qué cree que es lo que ganan estos tipos con el alza?» «Para mí carece de importancia —respondió el especulador a la baja—. Pues todo lo que hoy ganan volverá a mí tras la caída. Sólo lo que gastan en mujeres y champán está desgraciadamente perdido para mí.»

Es difícil establecer el concepto de la justicia. Pero ¿resulta siempre el más justo el precio anotado de una acción?

¡No! Decir que un precio es justo es decir demasiado. Ningún ordenador, ningún genio matemático del mundo podría calcular el precio justo de una acción. ¿Se puede calcular acaso el precio de una empresa, como por ejemplo la Siemens? Y aunque pudiera ser teóricamente posible, la acción no permanecería quieta, sino alta o baja. El precio es el producto de la oferta y la demanda. El mismo precio puede considerarse en determinado momento como galvanizado a una gran altura y en otro encontrarse a una constelación por debajo. Esto se halla ocasionado por las fluctuaciones de las cotizaciones. El precio es sólo una estimación. Alto o bajo es enteramente relativo. Yo tuve un amigo, un bohemio, que sólo poseía dos camisas. Llevaba una camisa el tiempo en que quedaba tan relativamente sucia como la otra. Una acción puede estar relativamente más alta o relativamente más baja que las otras. Filosofar sobre el precio es ya la quintaesencia o mejor dicho, el papel de la especulación. Oscar Wilde decía: «El cínico —el bolsista— conoce el precio de todas, pero no el valor.»

¿Es inteligente establecer un límite de curso o plazo fijo a la compra o venta de una acción?

Tres veces no por lo que respecta a una acción. En inversiones a interés puede hacerse, cuando el interés, medido en el mercado de capitales, puede ser objeto de evaluación. Pero calcular el desarrollo del interés a largo plazo resulta difícil, ya que va unido a muchos componentes. En el caso de los empréstitos hay quienes opinan de otra manera; lo decisivo no son en tales casos los intereses, es decir, los réditos, sino algunas otras motivaciones: lo grandes que son las posibilidades para la revisión de los intereses; la calidad, la solvencia crediticia del deudor y otras causas de movimiento. Dicho en otras palabras, no es posible establecer términos para los beneficios o pérdidas y tampoco determinar plazo alguno en el calendario

de plazos. Un ejemplo fue mi experiencia, ya relatada, con el empréstito Young.

¿Por qué no hay en las bolsas de la República Federal de Alemania ningún negocio a plazo? ¿O son posibles bajo otro nombre y en otras formas?

Yo mismo no comprendo por qué en un mercado de capitales tan grande como el de la República Federal de Alemania no existe un negociar a plazo, como en París o Zurich. Tampoco es posible bajo otro nombre aunque con una pequeña excepción: compra y venta de opciones.

La sociedad industrial moderna, altamente tecnificada y obligada a innovaciones, precisa altas inversiones de capital. ¿Hay que prever por ello una enorme expansión del potencial de las acciones?

Sí, sin duda. Quiero repetirlo: la sociedad anónima es la base para la expansión en una sociedad industrial privada; sin bolsa no son posibles las sociedades anónimas y sin especulación no hay bolsa. Dicho en pocas palabras: la especulación en acciones es indispensable para el desarrollo de la economía.

¿Podría este desarrollo hacer que en el futuro la compra de acciones fuera más atractiva para extensos sectores de la población?

Sí, evidentemente. El mayor problema que se plantea a cada ahorrador es el siguiente: qué acciones, en qué mercado, cuándo y a qué precio. La respuesta a estas cuestiones es decisiva.

¿Las medidas de reprivatización de las empresas estatales o estatalización estimulan la actividad bursátil con una fuerte animación de las bolsas y la especulación?

Sí, pero también es posible lo contrario: la estatalización de empresas privadas puede animar también la bolsa e incluso llevarla a la alza. Todo depende de que en aquel Estado, bajo qué gobierno y qué clima político ocurre. El mejor ejemplo es el desarrollo ocurrido en Francia durante los últimos años. La estatalización de cuarenta entre las mayores empresas y

todos los establecimientos bancarios con depósitos superiores a los dos mil millones de francos provocó en la bolsa parisiense un neto movimiento alcista. El Estado pagó al accionariado las acciones al valor de la cotización media de los últimos tres años e impelió así sesenta mil millones de francos en el mercado. El dinero fresco obtenido por los accionistas iba a ser invertido luego en acciones. Se creó de pronto la mejor situación para un movimiento alcista: más dinero en el bolsillo de los inversores y pocas acciones en el mercado, puesto que desaparecieron las grandes acciones estatalizadas. Las estatalizaciones habían provocado, pues, un alta tormentosa, ya que al mismo tiempo se suprimió el anonimato para las compras de oro.

¿Y qué ha ocurrido ahora con la reprivatización de las empresas estatalizadas?

Sobre eso no es posible dar respuesta alguna. Podría ser positivo para la bolsa en general por el clima que representa, ya que se aleja la política de un régimen colectivo. Pero también podría salir mal si no hubiera bastante dinero en los bolsillos de los inversores y los inversores extranjeros se mostraran dispuestos a comprar acciones francesas.

¿Está ligada la política crediticia con el destino de las acciones?

Por supuesto, e incluso diría que mucho. No en balde decían los especuladores en la vieja Viena: «Una cosa gusta a todo bolsista: mujeres hermosas y bajos intereses.»

La gran competencia de las acciones son los empréstitos a largo plazo. Porque cuando los intereses son demasiado atractivos, los grandes inversores —las cajas de pensiones, seguros, fundaciones y sociedades de renta, etc.— prefieren los empréstitos a las acciones, especialmente en tiempos de estabilidad monetaria. En el caso contrario, es decir, cuando el interés de los empréstitos es menor, esas instituciones compran antes acciones, lo que está justificado por la esperanza de unos crecientes dividendos. Tanto más cuanto que los bajos intereses impulsan la vida económica y mejoran los beneficios de las empresas. Esta mecánica entre acciones y empréstitos es sólo posible en un tiempo sin inflación. Luego, el banco emisor puede bajar la tasa de interés.

Cuando hay inflación, existen dos posibilidades: interviene

el banco emisor para combatir la inflación y elevar la tasa de interés con lo que desciende la cotización de los empréstitos. El rédito de los empréstitos sube y constituyen una competencia para las acciones. Por efecto de los altos tipos de interés, el mercado se hace menos líquido y queda poco dinero para la compra de acciones. De no intervenir el banco emisor y no elevar los tipos de interés, la inflación aprovecharía el mercado de acciones mediante una creciente masa monetaria. Las acciones caen con frecuencia en tiempo de inflación, no por ésta en sí misma, sino por efecto de las medidas antiinflacionistas, como los altos tipos de interés y las severas restricciones crediticias.

¿Significa la alta cifra de nuevas emisiones, es decir, el acceso de muchas sociedades en la bolsa, un signo infalible de que se ha alcanzado la fase favorable para la inversión en acciones?

No. En ninguna circunstancia. Más bien lo contrario. Por efecto de las numerosas nuevas emisiones que lanzan los bancos, la tendencia bursátil se mantiene optimista por los medios de comunicación y la propaganda. Cuanto más optimista sea el clima, más rápidamente absorberá el público las nuevas emisiones. Pero más fuerte es luego la reacción cuando el optimismo da un vuelco. Un aumento de acciones —por causas nuevas o ampliación de capital— indica casi siempre un posterior y dramático descenso. Pues de pronto hay más acciones que tontos.

Estos descensos pueden ser en ocasiones más profundos de lo esperado. Pero aun si se esperaban y se sabía que llegarían, los mejores economistas no pueden nada contra ellos. Tan sólo es posible, eventualmente, frenarlos con precaución o retardarlos. El gran arte de la situación estriba en estar preparado para hacerle frente y actuar en consecuencia.

¿Tiene que dejarse llevar el especulador por consideraciones morales?

Eso depende de que se trate de una moral en su aspecto humanitario o de una moral que se atenga a la legislación, calificada por muchos especuladores como inmoral. Ocurre especialmente en los países en los que impera una política de divisas coactivas. Conocí una vez a un especulador que se desplazó de Viena a París. La primera pregunta que dirigió a un colega en un cafe fue ésta: «Dime, muchacho, ¿qué es lo

que está prohibido aquí?» Eran los tiempos en que se hacían los mayores beneficios con aquellos complicados tráficos en los que se podían vencer con astucia determinadas leyes u órdenes.

Tiene una dimensión moral especular a la baja o al hundimiento de la bolsa, puesto que no cabe duda alguna de que el especulador a la baja sólo puede obtener beneficios cuando los otros pierden y teniendo también en cuenta que una quiebra de la bolsa es con frecuencia consecuencia de un acontecimiento político o una catástrofe natural. Guerra, revolución, terremotos, explosiones, etc., pueden a veces hacer caer las cotizaciones. El especulador a la baja se aprovecharía de estos hechos, sin haber aportado nada por su parte. Pero no creo que muchos especuladores se mantengan apartados por estas causas de la especulación a la baja.

Sin embargo, conozco a uno que no se mantiene apartado por consideraciones morales, pero que en determinados momentos es atormentado por su conciencia: soy yo mismo. La historia es la siguiente: en 1932 tenía un contrato a la baja en acciones del Trust Kreuger Fósforos. Iwan Kreuger era un hombre de negocios genial de Estocolmo y forjó una empresa para la explotación del monopolio de fósforos de madera de diferentes países. Negoció créditos enormes en los Estados Unidos y otros ricos países industriales, prestó dinero a naciones financieramente débiles de la Europa oriental y central, obteniendo a cambio el monopolio de los fósforos. Cuando la república alemana de Weimar, Hungría, etc., suspendieron sus cuentas, toda la combinación de Kreuger se vino abajo. Los países deudores no pagaban y tuvo que suspender sus pagos a los países acreedores. Por la comprobación de diferentes síntomas había llegado yo a la convicción de que todo aquello iba a ocurrir y vendí una gran cantidad de acciones de la sociedad Kreuger. Al principio, la cotización fue desmigajándose poco a poco. Aunque estaba convencido del final no disolví todavía mi contrato a pesar de que se hallaban suficientemente bajas. Llegó entonces un día la noticia dramática: Kreuger se había disparado un tiro en su vivienda de París. Al día siguiente, las acciones se precipitaron en las profundidades, de tal manera que no pudieron anotarse siquiera sus cotizaciones. Pude cobrar un beneficio enorme, pero en aquella ocasión al precio de una vida humana. Llegué a sentirme a medias culpable de la muerte de Kreuger. En todo caso me acusaba a mí mismo de una falsa moral. Personalmente no tenía nada que ver con la tragedia, pero el drama me puso bajo una fuerte tensión anímica. La impresión hizo tanta mella en mí por cuanto no consideraba a Iwan Kreuger el estafador que hizo aparecer la

prensa mundial. La idea básica de su negocio era lógica y honrada, si bien se equivocó en el análisis de la situación política y económica, siendo víctima de circunstancias desfavorables.

Cada cual es libre de no comprar, por razones morales, una determinada acción. Un joven estudiante me formuló una vez la pregunta de si no era inmoral comprar acciones de la industria de armamentos. Lo absolutamente inmoral es que en Norteamérica sea completamente libre la venta de armas de fuego. Esta pregunta —moral o inmoral— tendría que hacerse, de todos modos, a los gobiernos. No sólo en lo que atañe al armamento sino porque del alcohol y el tabaco se derivan también grandes males. Encuentro también que los casinos de juego son inmorales y a pesar de ello crecen en la República Federal de Alemania como hongos. Creo también que es inmoral que los grandes bancos hagan una gran propaganda de las compras y el acaparamiento de oro y encima aclaran a los inversionistas cómo adquirir ese oro libre de impuestos en determinados países. Además, la compra de cada moneda de oro es una exportación de capital, frecuentemente en una época en que la divisa nacional está bajo presión. Cuando los ahorradores envían su dinero al extranjero lo detraen de su propia economía. Comprar oro es una inversión estéril y sería más favorable para el interés del país invertir en la producción. Y encima, los bancos facilitan a sus clientes consejos para escapar a los impuestos. Podría poner centenares de ejemplos en los que se afecta la moral, pero sin transgredir las leyes. Así que cuando uno prescinde de una especulación por causas morales, ello no representa tampoco una desgracia. Y tan sólo podría haberlo sido en un cincuenta por ciento, puesto que éstas son las posibilidades de que hubiera podido perder.

¿Tiene que dejarse influenciar un especulador por su posición política?

No. Un especulador no tiene que dejar que influya sobre él su propia posición política. Muchos bolsistas han desaprovechado grandes éxitos por causa de una terca actitud política. Por ejemplo, suizos y holandeses no querían, por causa de una —digamos que ingenua— posición antialemana comprar, tras la segunda guerra mundial, empréstitos alemanes. Dejaron de ganar mucho, puesto que hubieran podido hacer centenares de millones de beneficio en el caso de haber especulado con los empréstitos alemanes en tiempos de la reconstrucción de la República Federal de Alemania. Los propios suizos compra-

ron luego grandes cantidades de títulos alemanes de la deuda que hace treinta años habían desaprovechado por mucho menos de los precios actuales.

¿Tiene que ser un bolsista siempre sereno y lógico o dejarse arrastrar algunas veces por la tontería de los demás?

No tiene que mostrarse siempre sereno y lógico, pues también los tontos obtienen beneficios en la bolsa, ya que en parte son ellos quienes determinan las cotizaciones. Lógica en la bolsas es que con frecuencia se sea ilógico y ése es el gran arte de la especulación y de los análisis bursátiles.

¿Tiene que tomar un bolsista una decisión bajo influencia del alcohol?

Sí. La embriaguez del alcohol puede estimular la fantasía y apartar innecesarias inhibiciones, cosa que resulta con frecuencia especialmente favorable.

¿Tiene que dar importancia un especulador a la opinión de su esposa o amiga?

Las mujeres tienen una intuición especialmente intensa y un instinto natural. Estas cualidades pueden complementar las lógicas reflexiones del hombre.

¿Tiene que ser el especulador supersticioso?

Un poco. Resulta fácil comprender que sea así. Con frecuencia establece una tesis, enteramente lógica en cada uno de sus conceptos y construida sobre los argumentos más seguros. Piensa que tiene que ocurrir así, pero no obstante se determina luego que la especulación era equivocada. Y luego se dice: «He tenido mala suerte.» En el momento que atribuye el fracaso a la mala suerte, es ya supersticioso. La superstición está con frecuencia unida al instinto y es muy útil.

¿Tiene un especulador que vender sus papeles con beneficio pequeño o grande o pérdidas grandes o pequeñas?

La decisión de comprar un valor o no es completamente independiente de su pasado precio de venta, puesto que está determinada por el parecer de su futuro desarrollo. El especulador tiene que tomar una decisión objetiva. También puede venderse con pérdida, si la decisión corresponde al objetivo propuesto. Es generalmente sabido que la mayor parte de los inversores no quieren vender con pérdidas porque no desean hacer el balance. Mientras no vendan un papel no tienen que sufrir la pérdida. Esta postura psicológica es completamente falsa puesto que impide formarse una opinión. También en los beneficios debe tomarse una decisión por completo independiente.

¿Hay que volver a comprar el papel a un precio mucho más alto cuando se ha vendido bajo?

También esta decisión tiene que ser objetiva, independiente de pasadas transacciones.

¿Cuándo hay que trazar los planes bursátiles, en qué día de la semana, fuera o dentro de la propia bolsa?

Durante el fin de semana se dispone de tranquilidad y tiempo para recordar la actividad bursátil y luego desarrollar la estrategia y trazar los planes con madura reflexión.

¿Un buen especulador tiene que ir a la bolsa o visitar el despacho del agente donde puede seguir las cotizaciones en la cinta circulante?

Seguir las fluctuaciones de las cotizaciones en cada uno de sus detalles, observar la banda circulante, como hacen casi todos los participantes en bolsa, puede estorbar al especulador en su serena reflexión e influenciarle desfavorablemente. Eso haría del especulador un jugador. Le basta seguir las fluctuaciones de la bolsa tan sólo *grosso modo*. Hay que establecer, como es natural, conocimiento con las tendencias, pese a que sea más o menos mejor o algo más o menos malo. Hay que observar la bolsa desde una cierta distancia. Tan sólo los agentes, sus empleados y los mozos recaderos deben conocer inmedia-

tamente cada cotización porque tienen que responder a las preguntas de sus clientes. El especulador precisa una cierta distancia.

Yo tengo, por ejemplo, un método muy especial: nunca conozco las cotizaciones exactas y por supuesto tampoco las de mis propios papeles, porque no quiero dejarme influenciar por las variaciones cotidianas. Conozco sólo la tendencia, cómo están los índices. Ya me he hecho mi opinión y espero con paciencia a ver si tengo razón. Quizá sí, quizá no. Pero aun cuando la bolsa no me dé la razón y yo no haya cambiado de opinión, conservo mi calma. Sé que es muy difícil y que se necesita mucho entrenamiento, pero uno puede aprender lentamente a adoptar esa posición.

¿Cómo hay que actuar cuando se ha adoptado un nuevo plan?

Hay que planearlo por la tarde, por la noche reflexionarlo —consciente o inconscientemente—, por la mañana tomar la decisión y luego actuar.

¿Puede volver a ganarse el dinero perdido?

Lo perdido, perdido está. Nuevas transacciones pueden aportar nuevos beneficios, pero no tienen nada que ver con el pasado. Por ello mi proverbio es éste: se puede ganar, se puede perder, pero lo que nunca se puede es recuperar lo perdido.

¿Cómo tiene que comportarse el bolsista tras una especulación de éxito?

Tras sus éxitos —por espectaculares que hayan sido— un bolsista tiene que comportarse modestamente y en ningún caso experimentar orgullo pues incluso el más tonto puede lograr éxitos en bolsa. Tanto más cuanto que muchos tontos forman la tendencia y el tonto no es más que la molécula de la multitud.

Hay sólo dos posibilidades: un papel puede subir o bajar. Con matices, como es natural, y diferente intensidad. Cuando de las dos posibilidades se opta por la buena, todavía no es ello suficiente causa para presumir de algo. Puede ser un golpe de suerte como el de cualquier juego de azar. Cuando se tienen luego buenas ideas hay que tener también esperanzas, pero siempre se precisa asimismo cierto escepticismo, puesto que

son muchos los imponderables que podrían hacer borrón y cuenta nueva

¿Cuándo puede un especulador en bolsa hacer cuentas?

Sólo pueden hacer cuentas los herederos. Son los únicos testimonios de si el fallecido era un especulador eficaz o no. Pues mientras el especulador opera en bolsa, compra y vende, tiene nuevas ideas y adquiere nuevos compromisos, lo ganado en bolsa es un dinero tomado en préstamo. Muchas veces hay que devolver con altos intereses el dinero prestado. Por tanto, un especulador no debe hacer cuentas mientras vive y especula. O tiene que jubilarse inexorablemente y no volver siquiera a ver la bolsa, pues de otra manera le atraerá como si fuera un imán.

El jugador empedernido a la cartas o la ruleta no abandona tampoco el casino. Tras un día pródigo en ganancias vuelve al siguiente y sigue jugando. Es generalmente sabido que un director de casino no se preocupa cuando ve a un cliente salir con ganancias pues está seguro de que acabará por volver y las perderá. «Lo malo es cuando el jugador abandona nuestra casa con ganancias y luego las pierde en otro salón de juego.»

¿Con qué criterios hay que proceder a la elección del papel y en suma tomar una determinación?

El primer problema que hay que decidir es el de si se compra papel o hay que colocar el dinero en cuentas de ahorro a largo plazo. Cuando se ha decidido por la compra, se plantea otro problema: ¿en qué mercado? Luego viene la reflexión sobre en qué ramo y como final, la elección de una empresa. La fecha, es decir, si hay que comprar hoy, mañana o dentro de una semana, no es posible calcularla y tendría que ser irrelevante para el inversor, ya que se trata de una decisión puramente táctica. Para los inversores tiene sólo importancia la estrategia a largo plazo.

¿Cómo hay que comportarse ante la opinión de un autodidacta inexperto?

Un autodidacta, aunque sea inexperto, puede obtener una gran experiencia y con frecuencia reacciona intuitivamente mejor

ante los acontecimientos y problemas complicados que un experto teórico. El autodidacta reacciona con frecuencia acertadamente, sin saber por qué y sólo por causa de su intuición.

¿Qué importancia hay que otorgar a la opinión de un viejo, experimentado e inteligente, pero también infructuoso, bolsista?

La máxima. El éxito no es ninguna medida para valorar los conocimientos técnicos y la inteligencia de un profesional. También el que no ha logrado beneficios puede apreciar las tendencias bursátiles, las oportunidades de diversos valores, puede tener fantasía y apreciar el riesgo, pero no sabe aprovecharse él mismo de aquello porque es vacilante, temeroso, nervioso e impaciente y quizá no tiene confianza en sus opiniones. O mucho más sencillamente, porque tenga siempre deudas en los papeles... Este último caso es el peor, puesto que no hubiera servido de nada la paciencia. El éxito no depende muchas veces de la inteligencia de una persona, sino de los rasgos de su carácter.

Hablo por experiencia, puesto que había docenas de personas de esta clase en mi círculo de amistades. Pienso conmovido con frecuencia en un viejo amigo del que tenía la mejor opinión y del que llegué incluso a aprender mucho, pero al que le fueron las cosas tan mal que tuve que ayudarlo en los últimos años de su vida. Dejando a un lado los aspectos negativos de su carácter, la verdad era que había jugado tremendamente. Por la mañana jugaba en la bolsa, por la tarde a las carreras, por la noche al bridge o al póquer y de madrugada a algún otro juego de azar. En la bolsa tenía ideas felices y llenas dé sentido, pero vendía parcialmente el papel a la primera caída, pues lo había adquirido con un crédito alto. A pesar de su inteligencia y sus buenas ideas consideraba la especulación más como un juego que como otra cosa. Era al mismo tiempo un especulador muy inteligente y un jugador nervioso.

Otro de mis amigos, el profesor Albert Hahn, un hombre extraordinariamente listo, comentaba con frecuencia: «No doy nada por mi propia tontería.» Quizá porque era un profesor de economía. Para él era precisamente la desconfianza (hacia sí mismo como profesor) su mayor fortuna. Como tenía aquella valoración negativa hacia sí mismo, jugaba sólo teóricamente. Sobre el papel, compraba y vendía aquí y allá, lo que le bastaba como estímulo nervioso, pero prácticamente no hacía nada. Tenía tan sólo una estrategia a largo plazo y en los años cuarenta invirtió todo su patrimonio en acciones y luego no

hizo nada más en veinte años. A su muerte dejó una fortuna treinta veces mayor (hoy sería sesenta).

En estos casos, los herederos pueden decir que era un buen especulador, precisamente porque no especulaba. Él era un teórico de primera clase y yo un práctico, por ello se dejó aconsejar frecuentemente por mí y dejó sus teorías para jugarlas sobre el papel. De haber operado según sus teorías económicas, se habría hundido con toda probabilidad.

¿Qué hay que creer de los especuladores que aseguran comprar a las más bajas cotizaciones y vender a las más altas?

Muy sencillamente, que son unos embusteros.

¿Qué es lo más peligroso para un especulador de bolsa?

Las informaciones que son verdades a medias. Son más peligrosas que las informaciones falsas en un ciento por ciento, pues una media verdad es una mentira entera. Los bolsistas mal informados persisten críticos en sus reflexiones. El especulador cauteloso controla si las falsas informaciones son con frecuencia sorprendentes y provocadoras. Lo más peligroso es la falsa interpretación de una información veraz, puesto que el resultado es una deducción falsa y posiblemente una falta en el conocimiento de la materia. Claro que una falsa información puede llevar, por contra, a buenos resultados, puesto que lo negativo acaba en ocasiones siendo positivo.

¿Hay que estar informado sobre todo tipo de pormenores, como balances, dividendos, etc.?

Cuando se sabe demasiado sobre las particularidades, no se tiene una idea clara del conjunto. Los árboles no dejan ver el bosque. La ciencia bursátil es lo que queda cuando se han olvidado todas las particularidades. En los años cincuenta transmitieron por la televisión norteamericana un concurso sobre la bolsa. Entre los candidatos al premio, salieron triunfadores una anciana y un escolar. Lo sabían todo, absolutamente todo lo aparecido en periódicos, libros y estadísticas; en una palabra, todo lo que estaba impreso. Pero ninguno tenía en su haber el más mínimo éxito en la bolsa.

¿Es importante o provechoso analizar pasados aconteci mientos?

Muy importante. Ya que si no es posible prever los acontecimientos futuros, hay que comprender por lo menos los pasados. Facilita reflexiones ulteriores. Tras cada especulación fructífera o fallida, el bolsista tiene que analizar su éxito o su fracaso. Por qué era buena la especulación, qué argumentos eran positivos y cuánta suerte hubo en ello. O bien en la dirección opuesta: por qué fracasó la especulación, qué argumentos estaban equivocados, qué imponderables se mezclaron, dónde estaba la falta cometida en la valoración.

¿Qué es lo más importante para un bolsista que persigue la noticia en los medios de comunicación?

Son importantes todas las noticias y acontecimientos. Se pueden sacar alguna consecuencia a todas las palabras que pronuncian los políticos. Pero lo más importante es acertar, comprender y analizar bien lo que hay detrás de las palabras, sean noticias o acontecimientos, así como las consecuencias que podrán tener estos últimos. Con mucha frecuencia hay que reconocer también lo que se silencia. Hay que coger así las noticias con un cierto escepticismo.

¿Qué considera de las informaciones bursátiles que aparecen en los periódicos?

Los comentarios que los diarios dedican a la bolsa, sus tendencias y todo eso, no tienen ninguna importancia. Un divertido texto que leí hace poco decía algo así: «La bolsa estaba hoy más débil a causa de las ventas de los pesimistas que no tienen grandes esperanzas en que continúe el desarrollo. Los compradores se han retraído, pues esperan una bajada en las bolsas. Así es que las cotizaciones tuvieron que ceder numerosos puntos bajo la presión de la corriente de ventas y la tendencia desfavorable.» De todo este texto, tan sólo tienen importancia para mí las primeras palabras: «La bolsa estaba hoy más débil.» Todo lo demás es superfluo y obvio. Todo está sintetizado en los vocablos «más débil».

¿Qué importancia tiene el dividendo cuando se quiere comprar papel?

Para muchos inversores, como por ejemplo, cajas de pensiones, fundaciones, compañías de seguro, etcétera, el dividendo juega un determinado papel porque están obligados a tener un rendimiento permanente. Los especuladores, por contra, que hacen planes a más largo plazo, persiguen el desarrollo de la empresa en lo referente al capítulo de beneficios y analizan las posibilidades de ganancia y si suben, caen o se pueden estancar. El montante de los dividendos se puede igualar con los intereses del mercado de capitales. Si los réditos tienen que ser más altos o más bajos que la rentabilidad de las inversiones a largo plazo es un interrogatorio abierto. Hay períodos en que los inversores en acciones exigen una renta superior a los intereses del mercado de capitales con el argumento de que los dividendos de las acciones no están asegurados para el futuro, especialmente en el caso de una posible crisis económica y lo contrario de los intereses de los empréstitos. Por el contrario, hay épocas en que los inversores se conforman con un pequeño rédito de las acciones cuando los intereses del mercado de capitales es superior, ya que quieren tomar parte en el crecimiento y juzgan optimista el desarrollo de la economía y las empresas. No ven riesgo alguno en el mantenimiento de los dividendos, pero sí contaban, por el contrario, con unos dividendos más altos. Esa espera de grandes beneficios y dividendos lo llamamos especulación. Cuando el público y los especuladores esperan crecientes dividendos de una sociedad, compran en masa aquellas acciones. Cuando consideran, por contra, el peligro de beneficios o dividendos en descenso, o incluso un completo derrumbamiento, venden en masa.

No hay ninguna relación permanente entre los beneficios de las empresas y los intereses efectivos del mercado de capitales Tampoco hay una sólida relación entre beneficios, dividendos y cotizaciones. Los dividendos varían menos que los beneficios y más que las cotizaciones. En un punto descendente de las cotizaciones y la depresión, sigue la renta de las acciones relativamente alta y en la menor punta del movimiento alcista. Así es que las acciones pueden subir o descender cuando los dividendos y beneficios permanecen invariables, pero los intereses caen o descienden en el mercado de capitales.

Cuando las rentas del mercado de capitales están en baja, suben al mismo tiempo los beneficios de las empresas y todos los demás factores influyentes no actúan con efecto negativo

alguno, surge el movimiento alcista. Cuando las rentas del mercado de capitales suben y paralelamente descienden los beneficios de las empresas, se produce la gran baja. Esos tres factores: rentas, psicología y beneficios de las empresas son decisivos para la marcha de la bolsa.

¿Cómo tiene efecto un desarrollo de cotizaciones?

Las cotizaciones se desarrollan de la siguiente manera: la bolsa está baja y las cotizaciones han descendido profundamente tras un movimiento anterior de alza. La causa es que los intereses han subido y la liquidez se ha agotado. Hay poco dinero disponible para comprar acciones (la superficie del agua en el cubo grande está baja) y entre los inversores domina un cierto pesimismo respecto al desarrollo económico y los esperados beneficios de las empresas. Los papeles, que a causa de las cotizaciones descendentes habían pasado de las manos de los «temerosos» a las de los «caraduras», se encontraban ahora en manos fuertes. Si las malas noticias no hacían retroceder las cotizaciones, esto era una prueba de que los «temerosos» lo habían vendido todo. Los «caraduras», en cuyas manos se encontraba ahora el papel, habían calculado, por contra, todos los acontecimientos negativos que podían producirse y también que era posible que hubieran más noticias negativas. El mercado podía mantenerse estable a ese profundo nivel determinado tiempo, exceptuados algunos pequeños movimientos que carecían de gran importancia. Podían llegar todavía noticias de beneficios y dividendos en retroceso. Pero como estaban ya previstos, no tendrían ninguna influencia.

Al cabo de determinado tiempo podían llegar otras informaciones sobre los beneficios, que no habían sido lo malos que se esperaba y el banco emisor rebajaba la tasa de interés en el mercado de capital para que la economía, que se encontraba aguas abajo a causa de los altos intereses, volviera así a encauzarse. Al mismo tiempo y como a causa de los tipos más bajos de interés habría más dinero disponible y la relación entre dividendos y los intereses del mercado de capitales sería más favorable para las acciones. Llegarían así los primeros especuladores, los más duros profesionales, los pioneros, que comenzarían a comprar, como es natural a precios ya en alza pues de otro modo no habrían salido las acciones de las manos firmes.

Al principio se compraría poco y despacio, a precios también en alza para atenuar la tendencia pesimista. De esta

manera llegarían nuevos interesados, los cursos subirían un poco más y se desencadenaría una reacción en cadena: menos pesimismo, nuevas adquisiciones, precios altos, optimismo, precios más altos, etc. Así se desarrollaría la primera fase de un movimiento alcista. Esto contribuiría a que los precios, que habían descendido con el gran pesimismo, se consideraran de nuevo. Los réditos resultarían demasiado altos con los precios bajos y sólo hubiera podido preverse una corrección en el caso de que se acortaran los dividendos o subieran las cotizaciones. Como la situación económica habría mejorado en vez de empeorado, comenzaría un alza de cotizaciones. De esta manera, en la primera fase del movimiento habría un nivel más realista que antes. Yo denomino esto la primera fase de la corrección.

Bajo la influencia de los tipos de interés descendentes volvería a enderezarse el curso económico y llegarían nuevas noticias sobre beneficios que crecerían lentamente. Las cotizaciones acompañarían este nuevo desarrollo optimista y también fundamentado económicamente e irían hacia la alza de una manera paralela: interés descendente, beneficios crecientes y también una tendencia mucho mejor. A esta fase la llamo yo la fase del acompañamiento. Las cotizaciones acompañan el desarrollo general.

Al mercado acudirían cada vez más interesados, especuladores y jugadores. En un momento dado, gracias al optimismo, a los tipos de interés todavía descendentes y los crecientes beneficios de las empresas se llegaría casi a la euforia. Saltaría entonces el movimiento de la segunda a la tercera fase. Llegarían cada vez más compradores, que harían elevar las cotizaciones a grandes alturas. No se verían ningunos riesgos y predominaría tan sólo un ilimitado optimismo. Muchos olfatearían el asado y serían atraídos por el juego como las polillas por la luz, ya que la especulación a la alza alimenta a la propia especulación a la alza. Yo llamo a esta fase de la exageración.

Los árboles no crecen hasta el cielo. Todos los «temerosos» están sobrecargados de papel y cuando no tienen ya dinero compran a crédito. Como la liquidez es muy alta en los bancos, éstos dan a los que piden créditos muy favorables condiciones y estimulan con ello nuevas compras. Además, los bancos quieren descargarse de grandes cantidades de papel para su estabilidad.

La situación se presenta así: los «caraduras» han vendido su papel, que se encuentra en poder de los pusilánimes. Como semejante euforia tiene efectos inflacionistas, el banco emisor se hace más prudente y comienza a elevar los tipos de interés

y restringir la liquidez. Los poseedores de papel esperan una nueva oleada de compradores que les comprarán las acciones a altos precios. Pero a consecuencia de las medidas del banco emisor, el fluir de dinero fresco se ha interrumpido. Las cotizaciones no siguen subiendo, ni tan siquiera con las buenas noticias de la economía (altos beneficios y dividendos). Como algunos especuladores no pueden ya vender más alto, quieren abandonar el mercado y quizá necesitan dinero, venden —al principio tan sólo muy despacio y poco— y crean con ello reacciones negativas de las cotizaciones, pues los compradores limitaron su capacidad de compra. Es ésta la primera fase del movimiento de caída. Poco a poco van llegando las malas noticias económicas (menores beneficios, eventuales recortes en los dividendos) y a ello se acompaña de cotizaciones descendentes. Es ésta la segunda fase del movimiento de caída. Las cotizaciones descendentes y las malas noticias hacen asustadizos a los demás y comienza otra vez la reacción en cadena, en esta ocasión en dirección contraria. Las cotizaciones son recurrentes —miedo— y aumentan las ventas, las cotizaciones siguen cayendo y al final se produce el pánico con una desbandada en la venta. Es la tercera fase del movimiento de caída, la fase de la exageración, pues bajo la presión de la psicología de las masas, las cotizaciones descienden más de lo que hubiera sido necesario. Moraleja: los «temerosos» venden cada vez más bajo y los «caraduras» compran.

Cuanto más hábil es un especulador, antes va contra la tendencia general. Comienza ya a comprar en la tercera fase del movimiento de caída, contra la tendencia y compra incluso en la primera fase del movimiento de caída. Luego deja desarrollarse los acontecimientos y comienza a vender cuando el movimiento de alza aparece eufórico.

Hay que calcular, empero, que la tercera fase del movimiento de alza puede resultar explosiva en su final. Para muchos especuladores está ahí el gran peligro: cree que han cometido un error con la venta. Su dolor es grande, pues calculan cada día el beneficio desaprovechado. Deciden entonces volver a subir. Si muchos de los que han vendido vuelven a estar en alza llegará el gran cambio. Una antigua ley bursátil dice que cuando los encarnizados especuladores a la baja se vuelven de pronto optimistas es señal de que se apartan del mercado. Exactamente igual que lo contrario: cuando los apasionados optimistas se tornan por una vez pesimistas hay que embarcarse en el mercado. De acuerdo con el análisis de estas tres fases en el movimiento de alza y el de baja queda claro que en el movimiento cíclico de la

La circulación permanente de la bolsa en la «cáscara de nuez»

A 1 = Fase de corrección (pequeña operación, el número de accionistas es de poca importancia).
A 2 = Fase de acompañamiento (la operación y el número de accionistas es creciente).
A 3 = Fase extrema (la operación se torna eufórica, el número de accionistas es alto, x veces más alto).
B 1 = Fase de corrección (pequeña operación, el número de accionistas disminuye lentamente).
B 2 = Fase de acompañamiento (la operación es creciente, el número de accionistas decrece más rápidamente).
B 3 = Fase extrema (la operación es de mayor envergadura; el número de accionistas baja, es x veces bajísimo).

Comprar en las fases A 1 y B 3.
Esperar y conservar los valores en la fase A 2.
Vender en las fases A 3 y B 1.
Esperar y conservar el dinero efectivo en la fase B 2.

bolsa, dos tercios tienen que desarrollarse contra la tendencia y un tercio con ella.

Esta actitud es extraordinariamente difícil y exige una extrema disciplina. La mayor parte, es decir, un noventa por ciento de los asistentes a la bolsa, piensa siempre lo mismo y por ello resulta muy difícil apartarse de la opinión general. Resulta dificultoso ser optimista, cuando todos están afligidos hasta la muerte, e igual de difícil ser pesimista cuando todos los demás gritan de júbilo.

En ello estriba la gran clave para el éxito de la actitud anticíclica. No siempre, como es natural, pues como ha quedado dicho durante un tercio del ciclo hay que ir con la tendencia: dejar correr los precios durante el movimiento de alza y no vender en seguida; durante el movimiento de baja hallarse también a la espera y no subir inmediatamente, sino esperar a lo contrario de la euforia, es decir, rematar las existencias. No es posible determinar cuánto duran estas fases y movimientos cíclicos. Depende de lo fuerte que estuviera anteriormente el mercado «sobrecomprado» o «sobrevendido», de la psicología de las masas y otros numerosos imponderables. No se trata sólo de que la bolsa no discurra paralela a las tendencias económicas (en ocasiones de manera contrapuesta) sino que incluso la tendencia del desarrollo económico no es previsible a largo plazo. Si por ejemplo se supiera que el año próximo tendría efecto una alta coyuntura, cada cual se situaría ya ahora en ella.

Si un ordenador pudiera determinar con absoluta seguridad que un papel subiría el año próximo a cien, estaría ya hoy a noventa y nueve.

¿Hay que actuar así en contra siempre de la tendencia?

No necesariamente. No hay que ir siempre y de forma violenta contra la tendencia. Al principio hay que embarcarse contra la tendencia, luego ir con la tendencia y al final actuar contra la tendencia. El período en el que se va con la tendencia, debe ser, como se ha dicho, relativamente corto, tan sólo una tercera parte de todo el movimiento.

¿Cómo puede valorarse la duración de los períodos?

No hay ningún método científico cuando una fase deriva hacia la otra y todavía menos probabilidades para calcular cronológicamente cuándo se produce el cambio. Un período alcista

puede durar años o tan sólo meses. Esta valoración debe proponérsela uno mismo sobre la base de las experiencias y los síntomas. Tengo que repetir ininterrumpidamente que las previsiones de bolsa no son una ciencia sino un arte. Quien quiera prever las cotizaciones o las tendencias bursátiles es un charlatán o un tonto o ambas cosas a la vez.

¿Es posible contar con un automatismo en la relación entre intereses y tendencias bursátiles?

El precio por los créditos, es decir, los intereses, son el factor más importante para la economía... y, naturalmente, para la bolsa.

Es comprensible por tanto que jugadores a corto plazo, rechazados cada día por el desarrollo de los intereses, se queden hipnotizados como los conejos por la serpiente. Resulta risible que no desen analizar el extenso desarrollo de los intereses y los factores que tienen influencia en ellos, sino que únicamente hayan hecho un fetiche de la masa monetaria que cada semana se publica. Desde hace corto tiempo están cada jueves los *makler* o sus recaderos ante el Federal Reserve Bank (FED) en Nueva York, donde a las 16.15 horas se hacen públicas las nuevas cifras.

Si la masa monetaria sube algo más de lo estimado, inmediatamente ascienden los intereses y caen las cotizaciones de los empréstitos porque los fetichistas de la masa esperaban una reacción del banco emisor. Algunas razones sociales envían a sus empleados horas antes al FED para el caso de que alguna noticia se filtrara con anticipación. Un minuto de ventaja podría significar para un gran especulador millones cuando en el mercado del *Financial Futures* (empréstitos del Estado a plazo fijo) se mueven miles de millones. La atmósfera está tan manipulada que los profesionales juegan no sólo sobre las cifras de la masa monetaria, sino incluso sobre las evaluaciones. Evalúan, como los otros comerciantes podrían hacerlo, sobre la masa monetaria. Así es una evaluación al cuadrado. Y hacen sobre ello apuestas de miles de dólares. La histeria alcanzó su máximo desarrollo tras declarar el presidente del FED, Volcker, que estaba decidido a emplear la masa monetaria como arma contra la inflación.

La influencia de Volcker no se ha valorado con la precisión requerida. Se dice con toda razón que es la segunda persona más poderosa de los Estados Unidos.

En los Estados Unidos, como ocurre en la República Federal de Alemania, el banco emisor puede dictar a discreción

el interés a corto plazo. Compra o vende bonos del Tesoro e inyecta dinero en la economía, o lo detrae de la misma. Esto ejerce, como es natural, su influencia en la bolsa y como la liquidez tiene fatales efectos en los mercados, todos los jugadores y especuladores están ardientemente interesados en conocer la decisión del Federal Open Market Committee (FOMC). Esta institución, compuesta por los más importantes directores de los bancos de emisión, determina la cotización. Muchos piensan que sería hermoso poder esconder a un curioso en aquel salón de sesiones para determinar sobre los debates de aquellos señores si cabía esperar una fuerte o una débil política monetaria. Como no se dispone del curioso, se escucha de manera anhelante cada palabra que pronuncia el menos importante funcionario del Federal Reserve, siquiera fuera el portero. Se presta oídos a todos los chismorreos y se trata inclusive de leer algo en los gestos de los rostros de los miembros del comité, aparecidos en la pantalla televisiva tras la sesión. Siempre consideré como un gran desatino este juego tan perverso.

También en la República Federal de Alemania llaman centenares de bolsistas y consultores financieros de todos los puntos cardinales a sus agentes de cambio y bolsa para enterarse de cuáles son las cifras de las nuevas masas monetarias. Pero estas cifras son en realidad flor de un día, pues una semana después siguen otras. Esta especulación sobre la masa monetaria era (y sigue siendo) a mis ojos una señal de pobreza intelectual. Pues una mitad de los expertos profetizaba intereses en alza y la otra media, en baja.

Los jugadores venden, por ejemplo, papel por causa de las mayores masas dinerarias porque esperaban por ello intereses más altos. Pero, por otra parte, la bolsa no puede subir sin una suficiente liquidez. También los intereses a largo plazo, como las cotizaciones de los empréstitos y después la tendencia de los cotizaciones de acciones a más altos intereses a corto plazo, no reaccionan necesariamente con un alza. Porque al contrario de los intereses a corto plazo, los de largo plazo no dependen del FED, sino de la confianza de los deudores en el sistema monetario, política financiera, etc. Pero ni tan siquiera se pueden determinar los intereses a corto plazo de la masa dineraria semanal; primeramente porque ni siquiera el propio mister Volcker sabe cuáles serán sus intenciones dentro de tres meses, y segundo, porque guarda estas intenciones para sí.

Es una esfinge. Quizá le conviene una mayor masa monetaria e intereses más bajos para influenciar la economía a más altos tipos de interés porque presiente un peligro de

inflación. Su decisión puede tener, aunque no es probable, una motivación política. Juega así con los especuladores como el gato con los ratones. Unas veces dice lo que verdaderamente se propone hacer y otras lo contrario de ello. Exactamente igual que lo del clásico chiste: dos viajantes de comercio y grandes competidores están en el tren: «Dime, querido colega, ¿adónde vas ahora?» La respuesta es: «Chernowitz.» «¡Mientes! —grita el otro—. Dices Chernowitz para que crea que viajas a Tarnopol, pero yo sé que vas a Chernowitz; por lo tanto eres un mentiroso.»

¿Los especuladores observan en los Estados Unidos las posibilidades electorales de los candidatos a la presidencia?

No hago de buen grado pronósticos bursátiles en conexión con las previsiones electorales. He vivido demasiadas elecciones como para no ser siempre un poco escéptico. Y aunque supiera de antemano el curso de las elecciones no podría adivinar cuál sería la reacción psicológica del público inversor. Todo es posible en política, tanto las sorpresas favorables como también las dramáticas. No puedo creer en las encuestas de opinión, puesto que he vivido resultados muy exactos, pero también totalmente equivocados. Desde hace cincuenta y dos años sigo las elecciones estadounidenses con la cartera portapliegos. En 1932 se podía apostar oficialmente en los agentes de cambio y bolsa de Wall Street sobre los resultados de las elecciones. Tuve que dejar en depósito en la razón social cinco mil dólares (de los de entonces que eran a la sazón una bonita cantidad) para ganar tan sólo mil cuando Franklin D. Roosevelt fue elegido contra Herbert Hoover. Su elección aparecía como altamente probable por razón de la crisis advenida con Hoover, la mayor crisis económica de la historia de los Estados Unidos. En 1936 estuvieron las apuestas 10 a 1, más favorables a Roosevelt gracias al espectacular éxito que había salvado el país de la catástrofe y con ello el sistema capitalista. Luego llegó el año 1940. Estados Unidos era neutral, ciertamente, pero Inglaterra y el mundo libre corrían gran peligro en la segunda guerra mundial. Frente a Roosevelt se alzaba, por contra, una coalición heterogénea, pero sin embargo muy potente: los pacifistas bien pensantes, mucha gente vieja y pusilánime que tenía miedo de que Roosevelt pudiera meter a los Estados Unidos en la guerra (y tenían razón), los irlandeses por odio a los ingleses, los pronazis, los antisemitas declarados, los grandes ca-

pitalistas incluidos Wall Street y muchos conservadores, porque iba contra la tradición ser candidato por tercera vez (desde Washington se presentaba sólo una segunda candidatura). Ante esa poderosa coalición, las oportunidades de Roosevelt eran, naturalmente, mucho menores que antes: creo que las apuestas estaban sólo 2 a 1 a su favor. Pese a todo fue votado en 1944 por cuarta vez, pues los estadounidenses no querían cambio alguno durante la guerra. En cada elección aposté por Roosevelt y gané.

Los expertos en apuestas electorales juran que sería una segura elección apostar sobre los favoritos de las últimas semanas —igual en qué proporción— porque luego el consenso general ha cristalizado por completo. No se producen ya sorpresas. No me encontraba por fortuna en Norteamérica cuando las apuestas en favor de Thomas E. Dewey contra Harry S. Truman se encontraban 25 a 1, tan segura parecía la elección de Dewey. La proporción era exagerada, pero no había duda alguna sobre el resultado que se esperaba. Yo hubiera apostado también a favor de Dewey y perdido la camisa, pues no sólo en las bolsas sino también en política hay sorpresas desagradables. Era difícil creerlo, pero Truman ganó las elecciones.

Dwight D. Eisenhower era el mayor héroe de la segunda guerra mundial. El triunfo le resultaba fácil.

John F. Kennedy venció a Richard Nixon gracias a su debate televisado; era joven, apuesto, brillante y Nixon actuó convulsivamente.

Lyndon B. Johnson tuvo un oponente muy débil en el impopular extremista de derecha, Barry Goldwater.

Nixon ganó más tarde, pero contra el candidato más débil de la historia de los Estados Unidos, el extremista de izquierda George McGovern. Nixon era, además, el protegido de Eisenhower.

Jimmy Carter debió su ascenso a su puritanismo y a la reacción en contra tras el corrupto *Tricky Dicky* (Nixon) y el asunto del Watergate. En 1980, una reacción provocó el triunfo de Ronald Reagan, tras el débil e indeciso cultivador de cacahuetes Carter, al que se consideraba tonto (lo cual no es cierto).

Reagan era el auténtico hombre fuerte, el patriota, que se desquitaría de las muchas humillaciones sufridas por el pueblo norteamericano, como por ejemplo, el secuestro de los rehenes en Teherán. El viejo cowboy podía mantener firmemente cogidos con su lazo la economía estadounidense, la inflación y el mercado del trabajo.

Los presidentes van y vienen, pero el muy odiado Tío Sam

permanece. Es una suerte que la política mundial no se haga en las redacciones alemanas.

¿Qué recomendaría usted como inversión: acciones o bienes inmuebles?

El mundo de los ahorradores semeja una democracia con un sistema bipartidista: un partido es de los adeptos de los bienes inmuebles, otro de los amigos de los valores mobiliarios (acciones o empréstitos). Se trata de la expresión de casi dos diferentes opiniones, profundamente ancladas en los principios. Cada uno de los partidos aportan buenos argumentos, pero hablan poco de las desventajas de las dos formas de inversión.

Una desventaja de la inversión en acciones es que los inversores pueden comprobar diariamente la cotización de sus acciones, cosa que efectúan para su gran perjuicio. Aunque no quiera hacerlo, la prensa diaria, la televisión y la radio le ponen las cotizaciones ante las narices. Es de destacar, por otra parte, que en caso de una gran caída, los grandes titulares valen ya por toda una información.

Así es que el inversor efectúa diariamente —*noles volens*— balance diario y esto provoca impremeditadas decisiones Inútilmente compraba las acciones, como ha quedado dicho, para su período de jubilación o para sus nietos... es decir, a muy largo plazo. En cuanto posea aunque no sea más que una acción, seguirá diariamente las cotizaciones.

En los valores inmobiliarios no existe esta tensión. No hay vaivenes visibles de las cotizaciones, que pueden hacer vibrar los nervios como las cuerdas de un arpa. El precio efectivo de una casa, una vivienda o una finca no está sujeto en el transcurso del tiempo a grandes vaivenes. El feliz propietario no sabe nada sobre ello. Duerme serenamente sobre su inversión y hacen el balance en su mente por lo menos en su precio de compra casi siempre más alto de acuerdo con los rumores y las habladurías de los vecinos, que valoran siempre más altos sus valores inmobiliarios iguales, aunque resulte muy problemático que, por ejemplo, una participación inmobiliaria adquirida por cien mil marcos pueda ser vendida unos meses después sin pérdida. Todo ello sin hablar de los inmensos gastos y comisiones que hay que desembolsar y que constituyen un elevado tanto por ciento. Se comprueba así luego, no en la hoja de cotizaciones, sino en el bolsillo propio el verdadero valor de la inversión.

Una ventaja de la inversión en acciones es su absoluta li-

quidez. Las acciones hacen cabriolas y trepan, pero pueden transformarse en bolsa otra vez en dinero, unas veces con beneficios, otras con pérdidas, pero liquidables en cualquier cantidad.

Hace unos treinta años, el barón M. R., uno de los hombres más ricos de Europa, dejó a su muerte una herencia de más de trescientos millones de libras esterlinas (según la capacidad adquisitiva podría ser en la actualidad cinco mil millones de marcos). Creo que en su mayor parte eran valores. La liquidación de aquella cantidad de valores fue cosa de unos días. Para rescatar una inversión inmobiliaria hay que hacer acopio de paciencia, sobre todo cuando se trata de bosques o campos. El propietario de acciones puede por ello, por importes relativamente pequeños, disminuir su riesgo mediante la adquisición de diferentes acciones en diferentes países. Puede así internacionalizar sus inversiones y situarlas en diferentes ramas industriales. En el caso de las inmobiliarias, sólo podría hacer lo mismo a costa de grandes cantidades.

El riesgo político de los valores inmobiliarios son también relativamente grandes, pues entre los electores hay más arrendatarios que propietarios de inmuebles. ¿Y qué gobierno no querría proteger antes a los arrendatarios siquiera sea con gran irritación de los propietarios de inmuebles? En casi todos los países del mundo ha habido durante años enteros y hay todavía una defensa enteramente popular del arrendatario, circunstancia que ha ejercido y ejerce presión sobre el mercado inmobiliario. Hace veinte años los conservadores perdieron las elecciones parlamentarias en la República Federal de Alemania por haber suprimido el control de los arrendamientos.

Es cierto que en los años setenta, los propietarios de acciones fueron fuertemente desplumados en tanto que los propietarios de valores inmobiliarios se aprovecharon de los precios con frecuencia ascendentes. Pero ello no significa una garantía de que en el futuro vaya a ser así. Muy frecuentemente, en el curso de los últimos dieciséis años también especuladores inmobiliarios han perdido hasta la camisa en los Estados Unidos, Francia, España y hasta en Suiza y la República Federal de Alemania. Durante muchos años en Alemania ha reinado un extraordinario «boom» inmobiliario, en parte consecuencia de la reconstrucción del destruido país. Pero no será siempre así.

Pese a ello, estoy convencido de que para los pequeños ahorradores el primer precepto para la inversión de dinero es la compra de una vivienda de propiedad en la que habite

él mismo. De esta manera pondrá a salvo de la inflación sus primeros ahorros. Esto tiene también validez en los países socialistas que también sufren la inflación y todavía experimentan una gran escasez de viviendas.

Otra ventaja de las inversiones inmobiliarias sobre la propiedad de acciones —en el caso de que la compra se haya efectuado con créditos— es que la deuda de un valor inmobiliario está invertida a lo largo de muchos años y con interés constante, mientras que los créditos sobre el depósito de acciones es amortizable diariamente y está sometido a las fluctuaciones de los intereses.

En lo que concierne a la inversión de grandes capitales, la controversia está todavía abierta. Yo soy un hombre bursátil y optaría por la inversión en papel. Claro que conozco el dicho francés: «Tonto como un accionista.» Tras las experiencias de los últimos años me tomo el derecho de cambiar el dicho por este otro: «Listo como un accionista.»

¿Se dan informaciones serias por parte de los insider*? ¿Y qué opina usted de ello?*

Hay informaciones e informaciones. Hace cincuenta años aprendí el valor que puede tener una información de un *insider*. Era colaborador de una empresa entre cuyos clientes se encontraba el señor Bingen, un ex banquero, suegro de André Citroën, el genial industrial automovilístico francés. Nos compraba acciones de Citroën y éstas subían, despacio pero con seguridad, hacia lo más alto. Pensando que nadie podía estar mejor informado sobre las acciones Citroën que el señor Bingen, me metí confiado en una pequeña especulación, a la medida de mis medios, en acciones Citroën. No se podía creer, pero seis meses después estaba Citroën en quiebra, pese a que la empresa seis meses antes pagaba todavía cincuenta francos de dividendo. Tras la quiebra ni siquiera pudo pagar sus letras vencidas. Aquélla no era una información *insider*, pero algo en todo similar. La sociedad se declaró en quiebra y monsieur André Citroën murió pobre. Como se comprobó luego, aquello no fue consecuencia de la falta de calidad de la empresa y sus productos, que aún hoy pasan por ser unos de los mejores vehículos del mundo, sino que estaba en íntima relación con el carácter de André Citroën. Era uno de los grandes industriales más capaces de Francia, lleno de fantasía y optimismo y trabajaba con grandes créditos. Por desgracia, eligió malos acreedores. (Con frecuencia creo que es más importante para un deudor

encontrar un buen dador de crédito que para el acreedor un buen deudor.) Citroën era también un gran jugador de juegos de azar y en los fines de semana jugaba en Deauville grandes partidas de bacarrá. Cuando dos bancos privados, que eran sus dadores de crédito, se enteraron de ello, le cortaron radicalmente y de pronto los créditos. Así llegó la catástrofe para una empresa floreciente.

Aquello no lo había previsto el señor Bingen, que sentía una ilimitada admiración por su yerno. ¿Cómo hubiera podido preverlo? Tuve que hacer frente a una buena pérdida.

Después hice mis experiencias en ambos lados. En mis sesenta años de actividad bursátil me aproveché dos veces por haber seguido las informaciones *insider* y otras dos por haber hecho justamente lo contrario de lo que hubiera debido hacer según la información. Incontables veces experimenté pérdidas por causa de informaciones *insider*.

Aproveché una vez una información *insider*, o mejor dicho, gracias a aquella información que me procuré yo mismo, pude evitar una gran pérdida. Durante la última guerra me interesé en Nueva York por los empréstitos gubernamentales europeos, especialmente aquellos cuyos países deudores habían sido ocupados por el ejército alemán.

Aquél era el caso de los títulos de la Deuda del reino de Dinamarca que eran negociados en la bolsa de Nueva York. Se pagaban los cupones del interés, pero quedaba planteada la pregunta de si se haría o no efectivo el reembolso, cuyo plazo se acercaba peligrosamente. Se trataba de vales al seis por ciento, que se cotizaban en bolsa al sesenta por ciento de su valor nominal y que en seis meses tenían que ser pagaderos al ciento por ciento. Plazo tan anómalo no era imaginable para un empréstito de aquella calidad, tanto menos cuanto el deudor, el gobierno danés, tenía en los bancos estadounidenses una gran cantidad de dólares.

Poseía un pequeño paquete de aquel papel, comprado a una cotización 30:40. ¿Por qué tenía que venderlos a la cotización en curso de 60:70 cuando subían lentamente y al cabo de pocos meses era posible que se pudiera acudir a la ventanilla para hacerlos efectivos al ciento por ciento? En el mundo financiero es todo posible y el apetito de un especulador es ilimitado.

Tenía un vecino, René de Borbón-Parma (hermano de la todavía viviente emperatriz Zita), que era yerno del rey de Dinamarca. Le hice una propuesta, acompañada de unos honorarios que aceptó con gozo: tendría que desplazarse a Washington, visitar allá al embajador de Dinamarca, al que conocía muy bien, e informarse por él si aquel problemático

empréstito se pagaría o no el día 1 de diciembre de 1941. El día señalado, a la hora indicada me llamó el príncipe desde Washington (la puntualidad es la cortesía de los reyes): «El empréstito no se pagará.» No olía nada a podrido en el Estado de Dinamarca, pues los daneses tenían suficientes dólares en los Estados Unidos para liberar los títulos de su empréstito, pero habían tenido que vaciar sus cajas o no habrían podido pagar los intereses de otros empréstitos con vencimiento posterior y que estaban todavía en circulación. Seguirían pagando los intereses de la deuda al seis por ciento, pero no harían efectivo el capital.

Me fue posible vender muy favorablemente mi papel danés, porque seguían en alza tan sólo a un mes del vencimiento e incluso alcanzaron 80, que es cuando tuve el valor de venderlos sin carga. Con gran sorpresa mía, la cotización se mantuvo y comencé incluso a dudar de mi príncipe. Pero poco tiempo después apareció una mañana en el *New York Times* un gran anuncio con el texto: «El gobierno de Dinamarca lamenta tener que comunicar a sus acreedores...» El resto decía lo que el príncipe me había comunicado. Los títulos de la deuda cayeron al cuarenta por ciento y mi información *insider* se vio coronada por el éxito.

Pero desde entonces no creo en la tercera estrofa, salmo 143, del rey David, que reza: «No confiéis en los príncipes.»

Siempre he sentido una debilidad por las especulaciones con empréstitos, especialmente con papel del Estado, y hay razones para ello. Al disponer un plan especulativo, todos los motivos juegan su papel. Las «cartas ocultas» de un empréstito son más fáciles de determinar que las de una emisión de acciones. Se puede calcular el valor teórico de una obligación. Los factores influyentes son más fáciles de determinar: la solvencia de los deudores, tipo de interés, los aspectos de futuro de la moneda que garantiza la deuda, las condiciones de pago, la eventual seguridad hipotecaria, todas las cláusulas a considerar, así como el mercado del dinero a corto plazo y el mercado de capitales para créditos a largo plazo, el desarrollo de la política interior y exterior, los ingresos y gastos del deudor estatal; todo ello tiene que tomarse en consideración y también otros muchos componentes que el observador puede controlar y seguir en mayor o menor grado.

Por contra, es casi imposible, tan siquiera aproximadamente, calcular el verdadero valor de una acción de una sociedad petrolífera, ni tan siquiera mediante el más exhaustivo análisis, el más exacto examen de los balances o las me-

morias. Tengo incluso que añadir que alguna vez se pueden extraer de un balance falsas conclusiones.

Si se desea establecer un diagnóstico en el caso de la deuda pública, considero que son más fáciles de reconocer los elementos más decisivos: paz o guerra, triunfo o derrota, revolución o paz social, balance de pagos, balance de intercambios, etc. Por eso mi interés siempre se ha vuelto hacia las obligaciones menesterosas o débiles. Una mejora en la situación del deudor puede desencadenar un alza tipo cohete de las obligaciones en cuestión. Tal fue el caso de los ferrocarriles norteamericanos durante la guerra y de los empréstitos japoneses y alemanes tras la contienda.

Después de la guerra alentaba por mi parte un indestructible optimismo sobre el desarrollo de Europa y me lancé a la especulación con deudas públicas que habían descendido mucho como consecuencia del conflicto. Al lado de obligaciones belgas, noruegas, danesas y alemanas, tenía también determinados títulos franceses de la deuda, puesto que tenía la convicción de que tras el caos en aquellos mercados todo volvería a normalizarse. Había deudores entre los Estados y gobiernos que observaron rápidamente compromisos o en todo caso los pusieron en orden mientras que a otros hubo que tirarles de las orejas hasta que decidieron el pago de sus compromisos.

Los acontecimientos justificaban mi optimismo. Siguió una brillante revalorización en toda la línea en la mayoría de aquellos papeles. Tan sólo en determinada categoría de empréstitos franceses experimenté un contratiempo.

Era un empréstito emitido poco antes de la guerra, en el año 1939, por la banca Mendelsohn y Co. de Amsterdam a un tipo de interés del 3,3/4 por ciento. Las condiciones de la emisión constaban en el texto impreso en el dorso de los papeles: el gobierno francés se comprometía al pago de los intereses y el capital al portador, incluso en el caso de una guerra, una revolución o subversión de cualquier tipo, en francos suizos, florines holandeses o dólares, según elección del portador. Para abreviar: aunque la tierra temblara, el cielo tronara o se produjeran inundaciones, el gobierno francés pagaría en Ginebra, Amsterdam o en el Banco de Compensación Internacional de Pagos (BIZ) en Basilea.

Apenas se firmó el armisticio, el gobierno francés se desdijo de todas las cláusulas, de todas las promesas hechas con anterioridad y estaba dispuesto a pagar solamente en francos franceses y a una cotización establecida por la fuerza que por efecto de la economía intervenida tan sólo fijó al diez por ciento de las cotizaciones internacionales.

Aquellas obligaciones descendieron (en Ginebra y Amsterdam) a una lamentable cotización de un diez a un veinte por ciento. Yo tenía la convicción de que un empréstito que llevaba la firma del gobierno tenía el valor de su peso en oro. Jamás hasta entonces había tratado Francia de exonerarse de sus deudas. ¿No había sido el único país del mundo que mantuvo la cláusula oro cuando todos los demás Estados, entre ellos Gran Bretaña y los Estados Unidos, no habían temido derogarla? Compré por ello gran cantidad de aquellos títulos. No abrigaba duda alguna de que el gobierno francés, una vez se normalizara la situación, no podría por menos que cumplir sus compromisos de pagar los intereses y el capital (que era ya pagadero) en francos suizos, florines o dólares.

Decidí dirigirme, pues, al lugar más competente, el Ministerio de Finanzas. Ante el alto funcionario que me recibió muy amablemente mantuve la siguiente perorata:

—Muy estimado señor Fisco: soy un profesional bolsista de Wall Street. Mi especialidad son los empréstitos públicos europeos, adquiridos durante la guerra y también luego porque tenía confianza en los deudores. Mi inquebrantable optimismo me decía que Francia, apenas estuviera en situación de hacerlo, se comportaría como una dama del mundo que paga sus deudas. Todas estas obligaciones se han pagado céntimo a céntimo. Incluso los empréstitos de los países comunistas se han regulado de una manera razonable. Tan sólo he experimentado una disonancia: su empréstito Mendelsohn al porcentaje tres tres cuartos. Conoce usted todas las cláusulas: pagadero dondequiera en francos suizos, florines o dólares.

Observé que mi interlocutor ponía la expresión de un caballero educado cogido en flagrante falta:

—No cabe duda alguna, pero ya conoce usted la situación. Los tiempos son duros y a nosotros no nos falta buena voluntad sino tan sólo divisas.

—Lo sé, pero he pensado una posibilidad y quizá usted pueda ayudarme.

—De buena gana; le escucho.

—El fisco me paga el conjunto contravalor de los empréstitos en francos bloqueados, es decir, que este franco sólo es utilizable en Francia y útil para determinadas transacciones.

(Aquellos francos bloqueados existían en el cambio de divisas y se cambiaban en el mercado libre de un cinco a un diez por ciento bajo el precio normal oficial.)

Yo sabía que encontraría compradores de aquellos francos en Wall Street. La transacción seguía siendo para mí in-

teresante: el fisco no tendría que desembolsar una sola divisa, mientras que yo cobraría el noventa por ciento del valor nominal.

—Estoy de acuerdo —respondió el funcionario—, la propuesta me parece justa. ¿Cuántas obligaciones posee usted?

Le dije una cifra, bastante mayor de las que tenía en realidad y estuvo de acuerdo.

Tan sólo me quedó hacer una cosa en cuanto salí del Ministerio. Ir a la oficina de correos, llamar a mi querido amigo Erns Gall de la razón social Julius Bär de Zürich y darle el encargo de comprar cuantas obligaciones del tres tres cuartos por ciento pudiera, aunque fuera a costa de rascarme los últimos tres peniques. La motivación estaba muy clara: todo lo que para el fisco francés tenía en sus empréstitos el valor del noventa por ciento, valía para el especulador cuanto mucho de un diez a un treinta por ciento.

Dirán ustedes que la cosa es demasiado bonita para ser cierta.

Pero yo pude determinar entonces la exactitud de mi propia máxima: en la bolsa es todo posible incluso cuando es lógico. Puesto que el epílogo de la historia es que un año después, el gobierno dio a conocer el pago de los papeles en francos suizos, florines o dólares a voluntad.

En otra ocasión me aproveché de una información *insider* porque hice exactamente lo contrario de lo que se me había encargado.

En los años sesenta me encargó mi amigo Ernst Gall la adquisición de papel St. Moritz en la bolsa de Zurich al precio de 160 francos. No había sobre este papel ninguna información *insider*, pero el viejo profesional y excelente conocedor del mercado tuvo una intuición de la que derivó algo positivo. A pesar de que tenía en gran estima la profesionalidad de mi amigo, quise saber algo más sobre el papel y me dirigí a otro amigo mío, George Héreil, que tenía en aquella empresa una especial posición que le hacía idóneo para la información *insider*. Era presidente de la fábrica de papel La Chapelle, que poseía el capital de la sociedad Papier St. Moritz, que era tan sólo el *holding* para los papeles. El valor intrínseco de la acción era todo lo más de 40 francos (aquélla había sido su cotización el año anterior antes de que comenzara a moverse). Me encargó adquirir a aquella ridícula cotización y de una manera inmediata subió a 160 y como es natural, no vender ninguna bajo circunstancia alguna. Ante una información tan sincera y procedente de tan alto puesto, decidí comprar, justamente en aquel momento, el papel St. Moritz a un precio de 160/170 francos, precisamente porque tenía bastante experiencia con el saber de los *insider*. Cierto que cerca de seis meses después pude vender el «Papier St. Moritz» a cerca de 1 600 francos. Al llegar a los 1 800, fueron traspasadas a la gran empresa inglesa Bowater y desaparecieron de la bolsa de Zurich.

Sólo entonces se hizo público que Bowater era el gran comprador, que había provocado el alza de las acciones desde 40 a 1 800 francos para hacerse así con el control. Mi amigo Héreil tenía razón en lo que atañía al valor intrínseco de la acción, pero mi amigo Gall —un especulador pura sangre— tuvo asimismo razón al intuir que ocurría algo extraño: la pugna por el control de La Chapelle. Como es natural, aquello no podía saberlo Héreil, tal como confesó después, ya que la operación se había llevado muy discretamente por los bancos.

Citaré ahora otras dos informaciones *insider* que me costaron, por contra, gran cantidad de dinero.

Antes de la guerra, en los años treinta, hallándome en el Palace Hotel de St. Moritz, me enteré por un telegrama que me entregaron erróneamente, que el doctor Fritz Mannheimer, el más poderoso financiero aquel año en Europa y jefe de la banca Mendelsohn y Co., estaba adquiriendo grandes cantidades de acciones de la Royal Dutch en todas las bolsas del mundo. (Eran objeto de negociación por doquier, como ocurre también en la actualidad.)

Era difícil rechazar la intención de aprovecharse de aquella información. Me decidí a vender todos mis otros compromisos y acrecentar mi dinero mediante las Royal Dutch. Aquello se reveló totalmente diferente, pues después de efectuada mi compra comenzaron a descender ininterrumpidamente las cotizaciones y perdí casi todo mi capital.

Igualmente equivocada se reveló la información *insider* en el caso que sigue: mi antes buen amigo Adrien Perquel, *agent de change* en París, me contó cuando coincidí con él en un lunch, que acababa de mantener una conversación con el presidente de la Compagnie Française de Pétroles en la que le había dicho que las acciones de la Française de Pétroles a 10 000 francos (francos antiguos) estaban muy altas, incluso ridículamente altas.

Tenía yo en mi poder por aquel tiempo unos grandes paquetes de aquellas acciones. Me felicité por haber tenido aquella información que procedía directamente del presidente y vendí en los días siguientes todas mis acciones de Française de Pétroles. Al seguir en alza, las vendí incluso sin carga alguna. La información *insider* era otra vez cierta para obtener con ello una pérdida, puesto que las Française de

Pétroles fueron ascendiendo paulatinamente a 60 000 francos. Así son mis experiencias con las informaciones *insider*, de las que he querido transcribir algunas.

¿Qué opinión tiene de los análisis de acciones por expertos de primera clase?

Desgraciadamente, y como en el caso anterior, mis experiencias son en su mayor parte negativas. Ejemplo muy típico y lleno de enseñanzas fue el caso Penn-Central. En la novela de aventuras que es la historia de las compañías norteamericanas de ferrocarriles, la de Penn-Central es un capítulo aparte. La lucha de los ferrocarriles norteamericanos contra el gobierno, contra los sindicatos, contra los usuarios y también contra los indios, duró bastante más de un siglo.

Como consecuencia tardía de la crisis económica, estaban en crisis cincuenta y cuatro de las entonces setenta compañías ferroviarias. A muchas otras les iba financieramente mal. La New York Central (NYC) pertenecía a la Borderline Railroads (Trenes fronterizos). Así se les llamaba en la jerga bursátil, no porque circularan por las fronteras de los Estados Unidos sino porque estaban muchas veces en el límite mismo de la quiebra. A partir del día en que estalló la guerra, en 1939, cambió radicalmente la coyuntura ferroviaria. Los especuladores pudieron aprovecharse como nunca.

Desde su constitución, la NYC (llamada Central) se había encontrado muchas veces en la «frontera de la quiebra». Recuerdo vivamente mi especulación en los empréstitos del NYC en los años treinta. Estaban a la sazón especialmente bajos, del 20 % al 25 % de su valor nominal. Amenazaba seriamente el riesgo de una quiebra. Esperábamos temblorosos si se pagaría o no el cupón correspondiente a los intereses. Tan pronto como llegó la noticia positiva saltaron al alza las cotizaciones de los empréstitos. Cada seis meses, a la hora de cortar el cupón, se repetía el mismo juego. Aquella especulación no estaba especialmente recomendada para los enfermos cardíacos. Treinta y cinco años después, los especuladores seguían el *ticker* con idéntico temor: ¿apoyaría o no el gobierno al Penn-Central? Con gran sorpresa de todos, la respuesta fue en principio negativa y ocurrió así que tras tantos años de bordearlo, la sociedad tendría que traspasar el límite que separaba la solvencia de la quiebra. La cotización de las acciones descendió en una noche de 13 a 8 dólares, pese a que el año anterior arrojaba 87 dólares.

También vivió la NYC desde la guerra a 1970 diversos períodos de esplendor. Las cotizaciones subieron primero lentamente y luego con mayor rapidez cuando fue tomando cuerpo un plan —pese a todas las dificultades legales— de fusión entre New York Central y Pennsylvania Railroad. Desde entonces, la sociedad se denomina Penn-Central.

Durante años los expertos financieros más competentes estudiaron sobre las bases más científicas las posibles consecuencias de la fusión. Cada particularidad se examinó con lupa el número de vagones, la longitud de la vía, las posiciones políticas del personal, la psicología de los pasajeros, la calidad de los materiales, las mercancías transportadas, etcétera. Mediante instrumentos altamente sofisticados y ayuda de los ordenadores, los técnicos ferroviarios y profesores calcularon que gracias a su reorganización, la sociedad Penn-Central podría contar con un beneficio anual de siete dólares por acción. Pero apenas transcurridos dos años desde la fusión, tales previsiones se revelaron como un gran error. El resultado anual no fue de siete dólares de beneficio sino cuatro de pérdida por acción.

Por motivos políticos, el gobierno no podía responder al SOS de la sociedad. Centenares de miles de pequeños accionistas perdieron sus ahorros gracias a los grandes expertos.

El hundimiento del Penn-Central, que se recordará largamente en la historia financiera, es un claro ejemplo del valor que tienen los análisis financieros de los mejores expertos.

¿Con los análisis ocurre algo parecido a lo que pasa con las informaciones insider?

Efectivamente, ocurre algo parecido, ya que carecen de valor. Ingenieros, investigadores, técnicos, científicos, expertos contables e incluso los directivos de una empresa son los menos indicados para establecer el diagnóstico de una cotización bursátil. No pueden juzgar si una cotización es excesivamente alta o baja. Saben demasiado y esto es un extremo perjudicial en bolsa porque frena la fantasía.

¿Qué puede hacer entonces el especulador?

El especulador debería ser antes politicólogo, sociólogo, psicólogo, filósofo que economista o incluso doctor en ciencias económicas. Un perfecto economista dirigirá con toda seguridad de una manera eficiente su empresa, establecerá la rentabilidad de las máquinas y calculará hasta en su más pre-

ciso detalle la capacidad de absorción del mercado. Pero su opinión sobre el desarrollo de la cotización de las acciones de su empresa no tendrá valor.

A muy largo plazo, a muchos años vista, es con toda seguridad interesante el análisis técnico de la empresa, ya que el destino de la misma está sometido a numerosos imponderables: la competencia extranjera, los nuevos descubrimientos técnicos, la reacción del público al producto y también la reacción de los inversores respecto a las acciones de la sociedad. El análisis del balance de una empresa no es para el especulador más que para el médico la radiografía del paciente que trata. No es el radiólogo sino el médico quien prescribe la terapia.

En realidad, el papel de un bolsista se parece al de un juez. El juez no estaba presente el día de autos ni tampoco es un experto en balística. Escucha a los testigos, recibe el resultado pericial de los expertos y luego dicta sentencia. El especulador no es un experto en electrónica, viajes aéreos, petróleo, ferrocarriles, ordenadores, automóviles o productos químicos. Obtiene el informe de unos, los análisis de los otros, echa una ojeada sobre la política internacional y la política de rentas de los bancos emisores y luego emite su fallo sobre si tiene que comprar o vender. Es un espíritu ecléctico o como dicen los franceses, un *touche-à-tout*. Para él vale la regla: «No se puede haber leído todo, pero sí hay que saber dónde está.»

El proverbio latino *Omnibus parvum, ex toto nihil*, no es válido para la bolsa, sino todo lo contrario. Aquel que sabe de todo un poco, comprende mucho la bolsa. Todo lo que aprendió, leyó, vio y escuchó Juanito ayuda al especulador Juan en su oficio.

Lo más importante, me parece, es estudiar la vida misma; habría que viajar mucho, aprender a conocer el mundo y sus habitantes e incluso hacer acopio de una cierta dosis de cinismo para contemplar las diferentes especies de dirigentes económicos, banqueros, financieros, agentes de cambio y bolsa o políticos. Hay también que aprender a leer entre líneas, cuando se trata de importantes explicaciones, pues cada explicación, cada noticia puede interpretarse positiva y negativamente, cada una según las motivaciones que pueden haberla inspirado y las fuentes de donde surge. Los instigadores del mundo de las finanzas son listos, pero el especulador tiene que serlo más.

¿Qué estudios resultan más provechosos para un futuro especulador?

El mejor estudio para el especulador es la psicología de masas (la mejor lectura es *Psychologie des Massen* de Le Bon, 1895). Pues el factor más importante de las bolsas y el desarrollo económico es el comportamiento del público y éste no puede medirlo ningún graduado superior en economía, aunque utilice los más modernos ordenadores.

Como es natural, el especulador tiene que dominar los idiomas más importantes del mundo y en primer lugar el inglés. Uno de mis viejos amigos, un ducho y genial bolsista, se encontraba con el grave inconveniente de que fuera del alemán no hablaba otra lengua y no podía leer en lengua original los textos más importantes. Desde el primer minuto se adivinaba que no conocía la gran prensa internacional y aquello le afectaba en su trabajo. Claro que al lado de esta desventaja tenía una gran ventaja: algo más de setenta años de experiencia. Esto representa, sin duda, un diploma de la más alta de las escuelas superiores.

¿Qué tiene que saber un especulador para obtener este diploma?

No saberlo todo, pero sí entenderlo. La ciencia bursátil es lo que queda cuando uno ha conseguido olvidar todo lo otro: los balances, las cotizaciones, los dividendos, las memorias anuales, todos los instrumentos que se encuentran en una buena biblioteca y mucho más en un ordenador bien alimentado. No se trata de ser una enciclopedia viviente, sino de comprender en el momento preciso la serie de circunstancias que concurren. Hay que estar en posesión de una especie de antena de radar capaz de captar las ondas. Dicho en pocas palabras: hay que ser un pensador, capaz siempre de ampliar los pensamientos de una manera global; ésta es la postura ideal para un especulador. Tendrá muchas veces que ser impreciso con la estadística y las cifras, pero para un especulador que piensa esto no representa un obstáculo. Quien conoce bien al mundo y las personas, no necesita buscar ideas o sugerencias con linterna. Surgen de sí mismo, así como el alumno de la escuela talmúdica que se alaba de esta manera: «He encontrado una respuesta magnífica y acertada. Ahora busco la pregunta que le vaya bien.»

¿Un financiero tiene que analizar en sus transacciones el balance de posibilidades de ganancias o pérdidas, pues de otra manera puede representar su caída?

Un financiero debe saber mucho sobre la sociedad con la que tiene que ver. Pero no hay que cambiar los conceptos de financiero y especulador. El financiero está metido en los negocios dirigidos por él. Se asegura controles, planea fusiones, lanza nuevas industrias, funda trusts y lleva en constante actividad una vida muy agitada.

Como funda empresas, se vuelve hacia la bolsa para procurarse el capital necesario. También por medio de la bolsa obtiene los controles sobre las sociedades que desea dominar. Une en un trust vertical diversas empresas. Sus operaciones ocasionan así grandes movimientos que actúan sobre la bolsa. El especulador se queda pasivo, por contra. Es un espectador de aquellos movimientos, que no ha provocado pero de los que puede aprovecharse. Tiene su herramienta al alcance y es poco imaginable: un teléfono, una radio, una pantalla, un par de periódicos, pero también tiene, además, su secreto: sabe leer entre líneas.

¿Cómo enjuicia usted la situación en el mercado petrolífero y el desarrollo de los precios del petróleo?

Hace doce años acuñé este refrán: «Si la OPEP se alegra, el Occidente llora.» Hoy puedo invertir el apólogo. El precio usurario del petróleo —dictado por un cártel— significó el empobrecimiento de Occidente en favor de los países productores de petróleo. Los gobiernos tuvieron que luchar contra la nueva ola inflacionista mediante altos impuestos, tipos de interés y restricciones, con lo que se paralizó toda la economía mundial. Quedó drásticamente recortada la capacidad adquisitiva de Occidente y los países desarrollados, puesto que los precios de los restantes productos energéticos, como por ejemplo el gas natural, se elevaron en paridad con el petróleo.

Las bolsas de valores se resintieron de aquella dramática situación.

En marzo de 1975 calculé que el total de la producción petrolífera de cinco años contrapesaría en cinco años al conjunto imperio industrial de Occidente, comprendidas infraestructuras así como minería, agricultura e inmobiliarias, una obra construida durante ciento cincuenta años por millones de técnicos, investigadores y obreros con sudor y sangre.

Era aquello una falsa paridad. Era casi, como dijo Henry Kissinger, «una auténtica estrangulación».

Se hubiera podido articular contramedidas y represalias. En Norteamérica se esbozaron algunos planes en tal sentido, incluso el de constituir un cártel de compradores. Pero Japón y Francia temblaban ante un embargo total e hicieron todo cuanto estuvo en sus manos para sabotear una defensa. Los políticos y algunos gobiernos que observaban pasivamente parecían completamente dominados.

Que se situaran los miles de millones en Occidente para la compra de gigantescos valores —industria, complejos inmobiliarios, empresas hoteleras, etc.— era algo *kif-kif*, como decían los árabes, es decir, tanto lo uno como lo otro, pues llevaba al enriquecimiento de unos cuantos holandeses y unos millares de jeques. Y todo ello a costa de los usuarios normales de Occidente.

A pesar de todo, yo permanecía en el punto más hondo de la tendencia sobre la base de mi experiencia, ya que durante cincuenta años había tratado con todas las materias primas (quizá no haya ninguna con la que no especulara a la alza o la baja). Un cártel preciso —al igual que un *Corner*— (un alza planificada de las cotizaciones en la bolsa) restalla cuando hay una gran discrepancia entre los costes propios y los precios del cártel (la quiebra de los Hunt-Corners es un ejemplo de ello). Tal era entonces el caso: 10 centavos por barril contra 30 dólares, un margen de beneficio totalmente irreal

Había aprendido también que cada desarrollo de precios de una mercancía creaba una situación marginal.

Si la producción se elevaba tan sólo un 5 % sobre el consumo, los precios caían verticalmente. En el caso de que el consumo fuera superior a la produción en torno a un 5 %, los precios se elevaban como un cohete a la altura. Y esos precios altos y bajos, a pesar de su pequeña diferencia, a la que deben su formación, actúan como un impacto en todo el comercio en conjunto de la mercancía referida.

Bajo la presión, Occidente se concentró con todas sus fuerzas, y con la ayuda de la avanzada tecnología, en el ahorro de energía y encontrar nuevas fuentes para su producción.

Eso se consiguió. El consumo descendió a pasos gigantescos. La parte de las importaciones petrolíferas correspondiente a los Estados de la OPEP fue cada vez más pequeña gracias al fomento de la producción en el mar del Norte, en México y otros lugares, por lo que el precio descendió algo. Los pequeños países productores se vieron obligados a vender y hacer para ello concesiones en los precios.

Se produjo así una reacción en cadena con un drástico retroceso, tanto más cuanto la diferencia entre precio de coste y de venta era tan enorme. La difícil situación actual de los países de la OPEP no ha significado para mí sorpresa alguna. Todavía me sonrío cuando pienso en las palabras del entonces estrella mundial, el jeque Yamani, ministro saudí del Petróleo, pronunciadas en una conferencia celebrada en Davos el año 1980. A la pregunta de qué opinaba sobre el desarrollo de los precios, respondió: «No puedo decir ahora a cuánto llegará el precio. Pero una cosa sí puedo profetizar: sólo puede seguir subiendo aprisa.» Adoptó también una posición contraria al establecimiento de un eventual impuesto en los Estados Unidos sobre la gasolina, puesto que «si se eleva el precio, también tendremos que subirlo nosotros». Y con su sonrisa amable y su elegante acento de Harvard, añadió: «¡Daremos una buena lección a los norteamericanos!» Repitió algunas veces la lección en la televisión.

No sé cuántos reaccionaron ante la advertencia. Por mi parte, no quería creer a mis oídos. ¿El ministro saudí quería dar una lección a los Estados Unidos? ¿Había pensado bien aquello antes de decirlo? Por aquella época, expertos en economía llegaron a difundir el rumor de que la OPEP quería fijar el precio del petróleo en oro (a la sazón hubieran sido treinta barriles una onza).

No cabe duda alguna de que la crisis económica fue una consecuencia de los precios del petróleo y que apenas se advirtió la primera grieta en el cártel petrolífero, el mundo comenzó también a recuperarse de la crisis.

Entonces apareció el problema internacional de la deuda, puesto que los precios del petróleo en descenso afectaban a los países productores, con México en primera línea. Pero también era aquello consecuencia de los usureros del petróleo, pues muchos miles de millones de petrodólares refluyeron a los bancos occidentales y como no podían utilizarse por efecto de la mala situación económica, se echaron tras ese dinero acreedores dispuestos a pagar altos intereses.

El jeque Yamani vuelve en la actualidad a sus amenazas de que la caída de los precios tendrá como consecuencia una crisis financiera y monetaria. Se trata de una propaganda desvergonzada destinada a crear pánico entre los pequeños ahorradores. Un hombre tan inteligente sabe muy bien que Occidente no hubiera podido recibir un regalo mayor que la caída de los precios del petróleo. Es un freno para la inflación, los tipos de interés pueden caer, permanece más dinero en manos de los ahorradores para otros productos que pueden, asimismo, abaratarse. Estados que luchan contra el déficit pueden liquidarlo en un periquete gracias a los impuestos sobre el petróleo.

En cuanto al mundo financiero internacional, el jeque Yamani no tiene por qué preocuparse. La deuda de México no se reembolsará, así como así, provisionalmente. Aparte de eso, los ingresos del petróleo compensan los bajos intereses por las deudas. Estados Unidos se halla incondicionalmente detrás de México, dejando a un lado que comprarán cada vez más petróleo de este país para perjuicio de las naciones de la OPEP.

Al mismo tiempo, Brasil, Argentina y otros Estados sin petróleo ahorrarán muchos miles de millones. También estos países pueden alegrarse cuando la OPEP llora.

La OPEP se encuentra en una precaria situación y según mi experiencia, se lucha más donde hay apuros. De todos modos, no creo que los Estados Unidos vayan a intervenir de cualquier manera para estabilizar de alguna forma el precio petrolífero. Un precio demasiado bajo haría que dejaran de ser rentables las inversiones para nuevas prospecciones y las frenaría. A corto plazo sería bueno, pero los Estados Unidos hacen una política a largo plazo. Tienen que alcanzar a ese largo plazo la independencia en los problemas energéticos y ya que en Norteamérica no puede el Estado cuidar de ello, corresponde a la economía privada emprender las correspondientes investigaciones. Pero en un país donde el beneficio es santo, estas investigaciones tan sólo se harán si aportan suficiente ganancia. El precio tiene que permanecer así a un nivel en el que todavía resulten gratificantes las inversiones.

¿Qué opina usted de las operaciones comerciales a plazo?

En los últimos años se ha podido leer en Alemania, en grandes anuncios de prensa, algo sobre los fantásticos beneficios que reportan las operaciones comerciales a plazo, también objeto de promesas por parte de los corredores. Sobre las pérdidas se guarda silencio. Esta publicidad agresiva, que en Gran Bretaña y en los Estados Unidos resulta casi inadmisible (se les llama también anuncios de lápidas) se podría tener la impresión de que se trata del descubrimiento de un nuevo método especulativo con el que se puede hacer uno rico rápidamente y con pequeños riesgos. Cierto que por causa de la creciente demanda en todo el mundo, y todavía más por la inmediata inflación de los precios de las materias primas en los años sesenta cada cual pudo beneficiarse de

ello acertando en el preciso momento la exacta mercancía sobre la que podía especular.

Especulación de mercancías ha habido siempre, aun sin comercio a plazo. José de Egipto, consejero de finanzas del faraón, fue el primer gran especulador de mercancías, ya que durante los siete años pródigos compraba las cosechas de grano y las vendía durante los siete años magros con gran beneficio (*Génesis*, 41, 25-36). Desde José especularían agricultores, comerciantes e industriales con las más variadas mercancías, a veces con precios en alza y otras en descenso, puesto que aun sin una organizada lonja de productos a plazo se puede comerciar productos de posterior entrega.

Este comercio tenía y sigue teniendo aún hoy en día una cierta importancia en la economía, para dar la oportunidad a empresarios y comerciantes de asegurarse contra una eventual fluctuación de las cotizaciones. Si, por ejemplo, un joyero en plata compra su metal para trabajarlo inmediatamente, corre el riesgo de que este mismo metal experimente una baja intensa mientras lo trabaja. Las pérdidas pueden ser múltiples veces más altas que el beneficio de su trabajo. Puede comprar, sin embargo, la misma cantidad de plata en el mismo tiempo y a plazo. En el caso de que desciendan las cotizaciones, puede cubrir con un beneficio que le resarce del descenso de precio de sus mercancías efectivas. Lo mismo le ocurre al molinero con el grano, con el algodón para la fábrica textil y con todas las otras materias primas que son trabajadas por las empresas.

Los negocios de seguros que se llama comercio a plazo, son el principio de extensas especulaciones: el agricultor observa diariamente los campos de trigo, las circunstancias meteorológicas contribuyen a aumentar su optimismo y espera un gran descenso de los precios. Así es que vende más y más grano, más que su futura cosecha, mercancía que no tendrá, pero que poco antes de que llegue el plazo de entrega puede procurarse más barata. Prevé una mala cosecha, le acude inmediatamente la idea de comprar a plazo una gran cantidad de grano, tan sólo para la especulación. La compra así, cuando lo lógico era que vendiera ya que produce grano.

El molinero era de la opinión de que el precio del grano iba a bajar. Así es que vendía grano en vez de comprarlo.

De esta manera, un comerciante normal se había convertido en especulador. ¡El homo ludens no descansa nunca! Y así, a pesar de que muchos empresarios y comerciantes quebraran por estas especulaciones, prosiguió este juego, porque cada cual tenía la convicción de que, por lo menos en su ramo, entendía algo de la mercancía.

En el antiguo Reich alemán había lonjas de mercancías a plazo· café en Hamburgo, azúcar en Magdeburgo, etc., pero perjudicaban la economía. «El grano se ha entregado en las lonjas a plazo a un juego limpio —escribió en 1889 el presidente de la asociación de comerciantes de Munich— y vemos cosas respecto las cuales los bancos de Baden-Baden, Weisbaden, etc., podrían calificar de chiquilladas. A tal fin se sitúan agentes, que despiertan la especulación y la animan. Buscan sus clientes en todos sus círculos sociales, los visitan diariamente en sus viviendas y los acompañan mediante sabios consejos a la arriesgada empresa. La pequeña aportación proporcional se efectúa a crédito y cuando aparecen pérdidas, precisa un pago posterior. De esta manera se fomenta la pasión del juego.»

El negocio de mercancías a plazo se convirtió ya hace cien años en un juego de azar.

En los últimos veinte años imperó un auténtico abuso en este campo. Las comisiones son lo más interesante para el corredor. Obtiene beneficios con el negocio que se hace aquí y allá con los contratos de las mercancías a plazo, de los que el cliente poco entiende y en los que por relativamente poco dinero puede hacer contratos bastante considerables. La maquinaria de las comisiones funciona en este campo con éxito relativamente grande. Jóvenes que actúan como corredores pueden obtener algunas veces en estos negocios de 40 000 a 50 000 marcos de ingresos, si son hábiles y consiguen una clientela adecuada.

Gracias a la psicosis de inflación, el público estaba dispuesto a tomar fácilmente parte en el negocio. Los beneficios aparecían muy apetitosos: el dinero se revalorizaba y los precios no podían menos que subir. El rápido movimiento de subida del oro hacía esperar a los ahorradores el alza de las primeras materias. Había otro eslogan que prometía rápidos beneficios, por ejemplo en la plata. Los agentes llamaban a sus clientes y poniendo como prueba al Ahunt Sindicato, anticipaban que las cotizaciones de la plata alcanzarían un alza astronómica. Cuando la cotización subió de 5 a 50 dólares, profetizaban ya una cotización de 500. En semejante atmósfera era fácil obtener masivos contratos de compra. No fue, por tanto, sorpresa alguna que el público, especuladores, jugadores e intrusos tuvieran en los años ochenta que sufrir pérdidas por muchos miles de millones al producirse la quiebra de los mercados de materias primas. Las operaciones habían totalizado en 1982 mil quinientos millones de dólares en todas las lonjas de mercancías.

No sospecho a priori que cada corredor de lonja a plazo,

ningún comerciante o agente promotor era un impostor. Pero aseguro con pleno conocimiento de la situación que en esos negocios con frecuencia predomina el interés del intermediario por meterse en el bolsillo propio el dinero de los clientes. Los negocios de mercancías a plazo, tal como se han desarrollado en algunos casos en la República Federal de Alemania, han sido según los casos una estafa total, una estafa a medias o bien no una estafa *de jure* pero sí *de facto*.

La estafa total tiene este aspecto: la empresa de la venta de mercancías a plazo vende, por ejemplo, opciones de compra sobre mercancías que no dispone. Cuando el cliente cree poder lograr un gran beneficio gracias a una subida de precios, la empresa no puede hacer frente a sus compromisos y se declara en suspensión de pagos. La estafa es semejante a la de un casino que no quisiera pagar las ganancias obtenidas gracias a la ruleta.

La estafa a medias: la empresa compra las opciones en Londres, pero las vende a sus clientes a un precio superior en un doscientos por ciento. La clientela es objeto de defraudación porque desconoce los precios reales de Londres.

Estafa «de facto»: la empresa ofrece participaciones en una cuenta colectiva o cupo en el fondo de las mercancías a plazo. El director de la cuenta colectiva o el fondo de mercancías a plazo compra, por ejemplo, justamente a la apertura de una jornada bursátil, diez contratos de soja, diez de azúcar y diez de oro. En cada uno de estos artículos pueden hasta el cierre de la bolsa producirse unos 30 000 marcos de beneficios o pérdidas. Los contratos con pérdidas se contabilizan en la cuenta colectiva; los beneficios los considera el director como parte de la cuenta propia. Ninguna junta directiva de la bolsa, ningún párrafo (pero especialmente no la conciencia del director) pueden impedir hacer eso.

En la jerga bursátil a eso se le llama «jugar sobre el terciopelo». Los beneficios para el director, las pérdidas para los clientes. No resulta extraño, por tanto, que surgieran empresas de mercancías a plazo como setas del suelo. Ya Alejandro Dumas hijo escribió con gran sabiduría: «El mayor negocio es el dinero de los otros.»

Otra extensa red que con frecuencia se extiende y que ya existía hace cien años, es la siguiente: admitamos que el agente de cambio y bolsa les dice a sus clientes que se siente muy optimista respecto al cobre y que hay que adquirir imprescindiblemente un contrato de cobre. En el comercio a plazo, el cobre aparece con unas condiciones de entrega; de enero a diciembre puede escoger cada mes. Los precios para cada mes se mueven paralelos, aunque las diferencias entre

cada mes aislado son constantes, pues la diferencia entre la entrega en enero o en febrero es de cerca de un 2 %, que corresponde a gastos como almacenamiento, estañadura, etc. El corredor compra así contratos de cobre con entrega en enero al precio de 100. Simultáneamente está febrero a 102, marzo 104, etc. A este precio, la comisión está ganada y se puede asegurar a los clientes un beneficio. El corredor emprende así la venta del contrato de enero y efectúa la compra del contrato de agosto por 118.

Se tiene otra vez suerte y el cobre vuelve a subir, con lo que queda ganada la nueva comisión. Se convence así a los clientes para la venta del contrato de agosto y luego comprar el contrato de marzo exactamente bajo las mismas condiciones que la primera vez y luego cambiar marzo y septiembre...

¿Cuál es el resultado? Que el cobre ha subido en el intervalo alrededor de un 50 %. El primer contrato comprado fue así 150, pero en vez de 50 puntos, el cliente sólo ganó 10, pues los 40 restantes pasaron a formar parte de las comisiones. Éste es *par excelence* un clásico ejemplo de una estafa *de facto* aunque no *de jure*. Y al final el cliente descubre que todo su beneficio posible se ha ido en comisiones, para no hablar de la eventual pérdida que hubiera sufrido su capital de haber experimentado el cobre una caída.

No se hubiera cometido nada prohibido, nada ilegal, pero no por ello podía dejar de considerarse estafado el cliente. Aconsejo por ello a todos los candidatos de comercios a plazo no dejarse aconsejar por un *broke* y otros empleados, pues ninguno de los que se autodenominan expertos sabe más que él mismo. ¿Cómo podría ser un experto en todas las materias primas, desde los granos de soja al zumo de naranja o el platino? Esto dejando a un lado que la naturaleza está siempre dispuesta a prodigar sus sorpresas: en una ocasión se hiela toda la cosecha de naranjas en Florida, en otra arde todo el café en Brasil por causa de una ola de calor y otra vez suben sorprendentemente los huevos al doble porque el invierno dura demasiado y las gallinas comienzan a poner más tarde (yo mismo he perdido bastante en tal caso).

Sistema de ordenadores, experto y «campeones» son pura leyenda. Quien esté poseído por el irrefrenable placer de especular en mercancías —y también, por una vez, pueda percibir bien un sueño, como fue el caso de José— tiene que dirigirse a un gran *broker* norteamericano, si bien no obstante y de acuerdo con ideas (o sueños) propias, efectuar los pedidos. También el jugador de ruleta precisa sentarse por sí mismo a la mesa y no confiar al juego el dinero de los otros.

Pese a todo, mi idea sería: fuera las manos del comercio a plazo, pues tras sesenta y cinco años de experiencia propia y la de centenares de colegas puedo asegurar una cosa: es igual que el juego de la ruleta en el casino: se puede ganar, pero se tiene que perder.

Concedo que también en la bolsa de acciones se cometen extravagancias con juegos arriesgados. Pero durante cada euforia de acciones se fundan muchas nuevas empresas y se efectúan ampliaciones de capitales, extrayendo la economía beneficios de todo ello. Pero ¿qué queda tras un «boom» o una quiebra en una especulación de comercio a plazo? Sólo pérdidas, ruina... y comisiones para los *broker*, exceptuados aquellos que han quebrado.

¿Cuál es su posición hacia los bonos cero en dólares?

Esta pregunta me parece un poco ingenua. Sería mucho más lógico preguntar cómo valoro a Norteamérica y su futuro en el aspecto económico y político. Pues el éxito o fracaso de una inversión en bonos cero por uno o varios decenios depende, en definitiva, de los rumbos por los que naveguen los Estados Unidos y el dólar. Mi respuesta sucinta a la pregunta es ésta: absolutamente positiva.

No abrigo la menor duda de que los deudores de primera clase pagarían sus bonos cero en caso de vencimiento. Hay que apreciar la calidad de cada bono, es decir, la calidad de la empresa concernida en cada uno de los casos. A mi entender, los bonos cero —suponiendo que la cotización sea favorable— es una inversión que ofrece muchas ventajas para quien desee asegurar su propia jubilación o quiera crear una dote para su hija, es decir, para todos aquellos que no deban tocar durante muchos años el capital empleado.

También para un especulador «caradura», que juega a los bajos intereses, los bonos son un vehículo adecuado. Pues el efecto de la palanca lleva a intensas fluctuaciones de las cotizaciones, tanto a la alta como a la baja. La especulación con estos bonos es de todos modos menos peligrosa que la del Financial Future Market y no depende de un plazo como las opciones.

Claro que también en los bonos cero enteramente pagados tiene el especulador que saber de qué cantidad puede prescindir por largo tiempo. Pues su especulación no tiene fijado un plazo de tiempo, por lo que necesita, sin embargo, esperar y, eventualmente, también vivir una tormenta.

¿Se pueden comprar también los bonos cero a crédito?

A mi entender, está prohibido. Pero no sólo se lo desaconsejo a mis amigos, sino que les prohíbo especialmente financiar las compras con créditos en francos suizos. No es una especulación arriesgada, sino suicida, sobre todo si se arriesga el dinero del ahorro. No puedo advertir suficientemente sobre ello.

¿Acaso no es muy recomendada esta operación gracias al bajo tipo de intereses suizos?

Claro que el juego puede salir bien, pero también terminar dramáticamente Los textos publicitarios que lo insinúan son enteramente falsos e inducen al error. Sólo tiene que emprender semejante operación quien tenga plena conciencia del peligro a que se expone. Y éstos no precisan ninguna clase de propaganda La publicidad está dirigida a los principiantes a los que se quiere engatusar.

¿Qué puede ocurrir? Pues, por ejemplo, que un acontecimiento cualquiera en el mundo provoque una ola de ventas. El mercado en estos bonos es especialmente estrecho. La tensión entre la cotización de oferta y la de tipo es grande en tiempos normales y aumenta cuando llegan ofertas masivas. Esto se hace posible cuando muchos jugadores, pequeños y grandes, están del mismo campo. Cuando las cotizaciones van a la baja y el dólar puede caer respecto al franco suizo, los bancos de esta nacionalidad solicitan la elevación de los depósitos de garantía. Si no se procede a ello en el curso de veinticuatro horas, los bonos se echan al mercado o mejor dicho, se lanzan a bajo precio para conseguir eventuales compradores en aquel momento preciso. Los bonos de los tomadores de crédito son objeto de una venta a una baja cotización impuesta y el capital invertido se pierde. El cliente asistirá algún tiempo después a una subida del papel que ya no posee.

Podría escribir un libro sobre todo ello, ya que nos ha ocurrido a mis amigos y a mí mismo con semejantes especulaciones en las que nos quisimos aprovechar de la diferencia de interes entre dos divisas.

¿Qué es mejor para la buena marcha de un país y más importante para su ulterior desarrollo: la economía o las finanzas?

Esta pregunta se responde casi siempre de una manera controvertida. Como soy músico, mi ejemplo se refiere al campo de las notas:

En los salones literarios del siglo XVIII se discutía apasionadamente sobre la ópera: «*Primà la música... poi le parole?*» O bien: «*Primà le parole... poi la musica?*» ¿Qué va antes, la música o el texto? Desde hace decenios se nos hace la misma pregunta: «*Primà l'economia... poi le finanze?*» O al revés. Mi decisión es irrevocable: primero es la economía.

Admito que —como el texto con la ópera— en nuestro sistema político, las finanzas tienen también su importancia, pero no juegan un papel decisivo.

Así es que primero la economía y luego las finanzas. Una fábrica, con todas sus máquinas y productos, puede ir a la quiebra por una dirección financiera irresponsable y los accionistas perder así su dinero. Pero los nuevos propietarios, que la adquieren en buenas condiciones en la subasta, pueden, gracias a esa infraestructura y calidad, aupar de nuevo a la fábrica y convertirla en un pingüe negocio.

Cuando comparo el cuerpo humano, el organismo, con la economía y las finanzas con la forma de vida de una persona, la imagen se hace más clara: delitos y pecados no pueden arruinar a un cuerpo sano y duro, pueden perjudicarlo y provocarle achaques, pero no resultarán, pese a todo, mortales. Pero un organismo débil y enfermizo desde el nacimiento no estará sano a pesar de las mayores cautelas en la forma de vivir. Quizá sólo se consiga alargarle un poco la vida.

También una política financiera despreocupada no puede aniquilar una robusta y poderosa economía, sino acaso ponerla provisionalmente en dificultades. Igualmente, la más rigurosa y ortodoxa política financiera con la más escrupulosa contabilidad, no puede hacer milagros con una economía débil. Así es que me pronuncio por la prioridad de la economía.

¿Por qué se muestra usted tan apasionado contra los economistas?

Talleyrand dijo en una ocasión sobre los Borbones tras su vuelta a Francia: «No han olvidado nada, ni tampoco aprendido nada.» Lo mismo podría decirse hoy de los expertos en

economía: no han olvidado sus envejecidas y empolvadas teorías, pero sin aprender nada sobre el mundo de hoy en día. Por eso se equivocan también. No tengo nada contra los profesores de economía que enseñan a los jóvenes el uno por uno de la asignatura, pero en los pronósticos económicos, por no citar los pronósticos de bolsa, no valen nada. Hace ya dos años, la prensa norteamericana informaba de que las grandes empresas licenciaban masivamente a sus economistas porque habían causado grandes males con sus falsos pronósticos. Los análisis resultaron erróneos, tanto si se trataba de una inflación, intereses, petróleo u otros temas.

Su desgracia era y sigue siendo que no piensan, sino tan sólo calculan. Los grandes economistas de la Historia —Tomás Moro, Adam Smith, David Ricardo, John Maynard Keynes y otros— eran todos ellos grandes pensadores. No hacían pronósticos, sino que establecían teorías para influenciar la política de sus gobiernos. Por eso, su especialidad se llama en todos los idiomas (menos el alemán) economía política. Por contra, los economistas de hoy son contables y estadísticos. Están fascinados por los números, pero no investigan lo que se esconde tras ellos, sin contar con que la mayor parte de las estadísticas son falsas, están falseadas o por lo menos un poco maquilladas. Winston Churchill ya lo decía: «Sólo creo en las estadísticas que he falseado yo mismo.» Los análisis de los economistas están llenos de números, números, números, o como Hamlet decía: «Palabras, palabras, un desatino, pero con método»: 6,5 % más; 3,4 % menos; 5,8 % de más y así. No se omite ni un decimal tras la coma, pero sí se olvida que el más importante factor de influencia para la economía y las finanzas es uno: psicología. Es decir, confianza o desconfianza. Sin confianza, todo se hunde; con confianza, todo problema se soluciona.

¿Cuál es su postura en la controversia sobre si es preferible para la economía la planificación estatal o la absoluta libertad?

Hecha con chispa, la pregunta sería: ¿jungla o cárcel? La distancia entre ambos extremos es grande. Los partidarios de cada teoría esgrimen en su favor argumentos interminables y completamente serios por cada lado. Libertad total para la economía llevaría a la jungla y podría tener consecuencias políticamente peligrosas. Admito que la jungla tendría ciertas ventajas si estuviera poblada solamente por ángeles o criaturas angélicas. Pero, por desgracia, circulan también

por allá animales de presa, capaces de atacar no tan sólo a los animales de su especie sino también a inocentes espectadores.

¿Se decanta usted por la cárcel en vez de la jungla?

No, la cárcel no; pero prefiero un Estado fuerte, que actúe de una manera pragmática, en el que imperen además de libertad, el derecho y el orden y en el que se defienda a los débiles de los fuertes y a los ingenuos de los maliciosos. Tras la pantalla de la libertad se han causado en el pasado muchos perjuicios. Fondos de inversión oscuros y exóticos, amortizaciones de petróleo y construcción naval, bosques en lejanos países, temerarios comercios a plazo, imprecisas «empresas *venture*» se han movido en torno a sus fondos tan difícilmente ahorrados.

El dinero —objetivo final de todo cuanto actúa en economía— es radiactivo y corrompe. Lleva a las gentes y también a grandes instituciones a negocios, acaso rentables, pero contrarios a los intereses generales. En Viena se llamaba a eso «sistema de cantón suizo»: todos podían hacer lo que «les diera la gana». Ya Charles de Montesquieu había escrito en el siglo XVIII: «La libertad de comercio no significa que se permita a los comerciantes hacer todo lo que quieran. Y lo que limita la libertad de los comerciantes no estorba en absoluto la libertad de comercio.»

¿Hay que controlar, por lo tanto, la economía?

Se puede mantener muy bien la economía bajo control sin afectar las tres columnas en que se apoya nuestro sistema capitalista: libre constitución de empresas, beneficios y libre competencia. Han pasado los días del total *laisser-faire, laisser-passer,* sin contar con que los bancos emisores pueden influir cada vez con mayor eficacia sobre su política monetaria y de intereses.

Sería incluso deseable una mayor intervención del Estado o las instituciones estatales si —y ése es el gran *si*— no se persiguieran con ello objetivos políticos.

Tal es el caso cuando el Estado favorece con su política monetaria, crediticia, arancelaria e impositiva determinados sectores sociales y ramas de producción con referencia a otras. Con tales métodos es posible llevar lentamente a un país hacia el socialismo sin que la mayoría de los ciudadanos,

que votaron al gobierno, hubieran deseado que ocurriera así. Muchas cosas oscilan, sin duda, por sí mismas. La oferta y la demanda oscilan tarde o temprano, la mayor parte de las veces en un equilibrio. La historia económica se desarrolla por lo general mediante movimientos cíclicos. Es irremediable que en este *up and downs* caigan muchos como víctimas. Se puede calcular al minuto exacto el flujo y el reflujo, pero no es posible evitarlos. Tan sólo es posible protegerse contra las mareas y tomar medidas preventivas. Aquellos que en economía pueden calcular el instante del flujo y el reflujo valen como especialmente aventajados e inteligentes. Pero éstos son siempre —como las experiencias de los pasados años han demostrado— muy pocos. Por ello hay que ser pragmático y no teórico. Las soluciones son óptimas tan sólo en algunos casos. Las teorías pueden ser acertadas sobre el papel, pero solamente algunas son practicables puesto que no concuerdan con las condiciones políticas y psicológicas dominantes. Además, en caso de saber lo que se debería hacer, persistiría siempre el problema de si era realizable.

Los clásicos monetaristas llegan a admitir que la mayor parte de las medidas que habría que acometer no son factibles por razones políticas y sociales. Propagan, pese a ello, sus tesis, aunque añadiendo inmediatamente: «Después de nosotros, el diluvio.»

En suma: sobre si *laisser-faire* o planificación económica, sobre fiscalismo o monetarismo, la mejor respuesta a este problema fue dada ya por el poeta Alexys Pyron (1689-1773) en un epigrama galante: «Colin admiraba los muslos marmóreos de su amor. Algunas veces le parecía más hermoso el derecho; otras, el izquierdo. "No dudes, amigo mío", le dijo ella "déjame decidir; la verdad está entre los dos".»

¿Qué ocurriría, en su opinión, si los países deudores, que están entrampados en 500 000 millones de dólares, se volvieran de pronto insolventes?

Se me ha formulado cien veces esta pregunta y mi respuesta sigue siendo la misma. Primero: no ocurriría nada. Segundo: la expresión «de pronto» es impropia, para utilizar un adjetivo suave. Esos países son insolventes desde hace años. No cuadran sus números por la sencilla razón de que los países acreedores les otorgan nuevos créditos para que puedan pagar los intereses. ¿Que devolverán el capital? Podemos, de momento, olvidarlo. La cadena deudores-acreedores podrá ser corta o larga, pero los últimos acreedores son siempre

los bancos emisores concernidos (el Federal Reserve System estadounidense, el Bundesbank, el Bank of England, el Banque de France y otros) y éstos sólo son deudores de su conciencia. Tienen la imprenta de los billetes y poseen siempre suficiente dinero a su disposición como les sea necesario para asegurar todas las obligaciones de pago.

Ningún instituto de crédito puede ser insolvente por deudas en su propia divisa, pues el banco emisor está siempre detrás de él. A eso llamo yo inflación, pues una de las principales causas de la inflación es el horroroso volumen de créditos que los Estados capitalistas —sin reestructuración alguna, de una manera irresponsable, contra sus propios intereses— han concedido a los países en vías de desarrollo y al bloque del Este, sin esperanza alguna en un reembolso. El dinero acumulado sale fuera y no vuelve. Si un riguroso inspector económico investigara el balance de los países capitalistas comprobaría que existen numerosas cuentas impagadas. Pero no hay que amortizarlas, puesto que pueden prolongarse *ad infinitum*.

¿Para qué efectuar balances honorablemente puritanos si también marchan las cosas sin ellos?

No cabe duda alguna de que en los críticos años setenta, grandes bancos norteamericanos alimentaban con enormes créditos firmas que eran totalmente insolventes para que no se declararan en quiebra. Las firmas eran inmovilizadas, pero seguían disponiendo de amplias oficinas con teléfonos y secretarias. Existían sobre el papel, respiraban todavía, y de esta manera los bancos acreedores no amortizaban sus deudas activas.

Así marchan las cosas en innumerables casos y en todos los sectores, igual si se trata de créditos *import-export*, hipotecas o encargos de construcción de petroleros.

Los bancos tienen cuentas de miles de millones en inmobiliarias y en sociedades de inversión inmobiliaria, todas ellas congeladas y quizá no sea una sola hipoteca la cubierta por el valor de las inmobiliarias.

En muchas compañías de navegación los petroleros en funcionamiento puestos como garantía eran pura chatarra sin valor, pero los créditos se concedieron automáticamente con la conformidad del Federal Reserve.

De haber hecho aquellas firmas o sus bancos acreedores un balance sincero, hubieran estado en quiebra *de jure*, pero nadie les obligó a efectuar un balance correcto. ¿Y para qué? ¿No es razonable querer proseguir sin dolores de cabeza? Un viejo dicho de los profesionales bolsistas y los agentes financieros asegura: «Si tuviéramos suficiente dinero, qué

bien viviríamos, pues todos seríamos Rockefeller.» Se puede vivir bien sin ser Rockefeller y algunas veces incluso mejor que aquellos millonarios frecuentemente puritanos.

Además de los mentados, los bancos tienen en su cartera los empréstitos de la ciudad de Nueva York, también por miles de millones y parece problemático que la ciudad de Nueva York pueda pagar todos sus intereses. ¿Y qué ocurre? Nada. Se consolidaron las deudas y todo prosiguió adelante como si estuviera arreglado.

¿No son de temer un crac o una reforma monetaria de los que tanto se ha hablado?

1. Crac: la palabra procede del vocablo alemán *Krach*, que por su sonido acústico ha sido adoptada en todos los idiomas. Puede decirse que hace crac un hermoso jarrón de cristal cuando se cae de pronto al suelo. Eso produce un triple crac: el que hace el jarrón al restallar en el suelo, el que hacen los trozos tras saltar por los aires y el crac que todo aquello representa para el ama de casa. Es importante para la valoración del hecho que el crac se haya producido de pronto y de manera completamente inesperada. ¿Aquellos que profetizan un crac, creen asimismo en uno triple? Algo así:

a) Los bancos que tienen créditos impagados, hacen crac, que significa que tienen que cerrar sus ventanillas.

b) Las monedas se desvalorizan en una fracción su poder adquisitivo.

c) Sigue el hundimiento total de la economía: se cierran fábricas, aumenta el paro, etc.

En realidad, la gente creería que todos los bancos habían cerrado porque las cajas estaban vacías a causa de los créditos impagados. O bien otra cosa: el banco emisor imprimía el dinero necesario, pero no suficientemente aprisa porque el público absorbía inmediatamente aquellos miles de millones y el dinero está sin valor por su astronómica cantidad (como ocurrió en Alemania en 1923).

Moraleja: según los profetas del pánico sólo caben dos posibilidades: crac o devastadora inflación. Hay que tranquilizarse. Los bancos no cerrarían aunque no hubieran cobrado ninguno de sus créditos. Como ha quedado dicho, los bancos emisores están detrás de ellos. Es una vieja historia que los beneficios de las grandes instituciones financieras fluyen al sector privado y de las pérdidas se hace cargo el público. Si los pequeños bancos llegan a tener dificultades de conta-

bilidad, son absorbidos inmediatamente por la competencia.

Si el público sabe que los bancos están casi garantizados por el Estado, no levanta tan rápidamente su dinero porque tiene confianza en el Estado.

Se trata, pues, de un problema de confianza. Si ésta se mantiene intacta, no puede pasar nada. En el caso de una crisis de confianza, todo se derrumba, incluso sin los 500 000 millones de deudas, prescindiendo del hecho de que esta cantidad no es hoy una suma astronómica, pues corresponde únicamente al valor de 40 000 millones de dólares del año 1946.

2. Reforma monetaria: he vivido múltiples reformas monetarias, especialmente dos grandes, ambas tras una guerra perdida en la Europa central. Los países estaban destruidos y las fábricas en ruinas, no había divisas para las importaciones de materias primas y una gigantesca producción de billetes de banco. A ello había que añadir que las potencias centrales tenían que pagar grandes indemnizaciones de guerra. Estaba muy claro que la moneda no valía nada y debía crearse una nueva. ¿Pero hoy? Muchos se quejan de una tendencia deflacionista, las materias primas se anotan en bolsa a la baja y hay productos industriales de sobra. La última, aunque poco importante reforma monetaria, fue el alejamiento del dólar del oro y la introducción de paridades flexibles entre el dólar y otra clase de divisas. Se podría denominar también eventualmente reforma monetaria a la serpiente de las divisas europeas, pero tampoco ésta fue una reforma decisiva.

Como ha quedado dicho, el concepto de reforma monetaria puede interpretarse de una docena de maneras. Estoy también convencido por ello de que la mayoría de las personas que hablan de una reforma monetaria, no saben lo que quieren decir con ello.

¿Los balances, los encuentros en la cumbre, los complicados convenios, las llamadas conversiones de deuda, sin simples medidas superficiales?

Se les puede llamar como se quiera. Pero ya Michel de Montaigne, el francés más inteligente de su época, decía, a pesar de ser moralista: «El bienestar general exige mentiras y traición.»

Con algún cinismo añadiría por mi parte que todo el sistema capitalista es una ilusión, quizá incluso un engaño, pero muy bien hecho. Dios haga que perdure mucho tiempo.

¿Qué opina usted de las nuevas inversiones venture? *Se hace mucha propaganda de las inversiones en ese «capital riesgo»*

Los ferrocarriles, las industrias automovilísticas, los ordenadores y la electrónica, e incluso los rascacielos en Norteamérica, el canal de Suez y otras muchas creaciones del mundo moderno fueron casi siempre *ventures*, es decir, riesgo. Inclusive se podría decir que toda la moderna Norteamérica es una *venture*. Pero también la primera Sociedad Anónima del mundo, la compañía anglocanadiense Hudson-Bay-Company, nacida en 1670 y todavía con vida, se llamaba *adventure* (aventura). Quizá en las juntas generales el presidente iniciaba su parlamento con las palabras «estimados aventureros» En la antigua Roma, los capitalistas se unieron ya (en una especie de sociedad anónima) para emprender *ventures* en los viajes marítimos.

Trescientos años después de la fundación de la Hudson-Bay-Company, la palabra *venture* se ha hecho muy popular en Wall Street e incluso en la República Federal de Alemania.

Las preocupaciones de los bancos alemanes, especialmente del Deutsch Bank, para la promoción de las *ventures*, son tanto más elogiables cuanto que el progreso económico y la productividad tropezaron con la resistencia de los sindicatos.

De todos modos, algo es de temer en la publicidad del capital *venture* en la República Federal de Alemania: en los últimos veinticinco años estuvieron presentes en los negocios monetarios muchos tiburones que depredaron los ahorros de millones de pequeños inversionistas. Temo, por tanto, que la misma flota de intermediarios lleve a efecto sus desenfrenos que ya con el IOS, perforaciones petrolíferas, fantásticos abonos en cuenta y otras «inversiones» semejantes dejaron los peores recuerdos. De todos modos, hay que aceptar este riesgo, puesto que sin empresas arriesgadas no puede progresar país alguno. Se trata de seguir las huellas de Norteamérica y Japón. El deber de la prensa y los comentaristas más severos tiene que ser, por medio de análisis serios y sin tolerancia, separar la paja del grano, como por ejemplo hizo mi amigo Heinz Gerlach —Catón, el censor— hace años con las sociedades de descuento.

Moraleja: *ventures* sí, cuando se trata de inversiones revolucionarias. No, cuando se fundan sociedades para vender acciones

¿Cuál es el origen de su predilección por la bolsa de París?

No tengo una predilección especial por la bolsa de París, pero debo afirmar objetivamente que se trata de una de las bolsas más interesantes, en la que toda la población toma parte, en grado mucho mayor que los otros países de Europa. Esto no estriba tan sólo en el temperamento diferente de los dos pueblos, sino en la diversa estructura de la bolsa parisiense. Por lo menos unas tres mil personas se agolpan en París tras las barandillas, ante las pizarras, donde en parte se trabaja todavía con yeso y esponja húmeda. Gradualmente se va imponiendo ahora un sistema de información transmitida por ordenadores. Desde hace poco se pueden comerciar cuatro acciones todo el día en ordenadores. En los días turbulentos pueden aparecer hasta seis mil intereses y todos tenían, hasta hace unos meses, que haber decidido su comercio en el plazo de dos horas.

En Frankfurt, los bancos pueden regatear todo el día sobre ello. Allá, aparecen, por ejemplo, veinticuatro cotizaciones y veintisiete corredores libres con unos partidarios que alcanzan el número de ochocientas personas. En París, la clientela se compone no sólo de sociedades de inversión, sino en gran parte de especuladores privados que cambian frecuentemente muchas veces al día de compromisos.

Pues en comparación con otras bolsas, los costos son muy bajos. Quien no quiere hacer negocios, encuentra a pesar de ello su entretenimiento. En ninguna parte he oído más chismes que allá, no tan sólo sobre la bolsa, sino también del mundo teatral, cinematográfico, etc. La gente discute sobre política y se cuenta historias muy pocas de las cuales son importantes y sólo un número muy reducido verdaderas. Todo ello se desarrolla en un tono de voz muy alto.

En París, el negocio bursátil no está en manos de banqueros pulcros, sino en las de cuarenta y seis razones sociales de *agent-de-change*, dotadas de cuarenta o menos corredores, es decir, en la proporción de un hombre por cada grupo de valores.

El ruido que producen hace sospechar un auténtico caos. En realidad, reina una estricta organización.

En el Palais de la Bourse ocurren las cosas igual que las que muestran los dibujos de Honoré Daumier y que Émile Zola describió en su novela *El dinero*. La diferencia entre entonces y ahora es en París más pequeña que la existente hoy entre las de París y la República Federal de Alemania. También estriba esto en el carácter de los ahorradores franceses y alemanes.

El mayor juego de los numerosos especuladores de oficio en París va desde los valores petrolíferos a los grandes almacenes o cosméticos y bebidas. Durante años fueron favoritas las minas de oro sudafricanas. El público francés siempre se mostró muy atraído por las aventuras petrolíferas y mineras. Cuando llegué a la bolsa parisiense, todavía se comerciaba con docenas de viejas acciones industriales rusas.

El corro a plazo con la gran paleta de las primas de opción y *operaciones de doble opción* (una especie de negocio de opciones) lleva a las especulaciones más temerarias, sin contar con que en el mercado a plazo basta un 30 % de aplicación. Ciertas transacciones recuerdan gigantes partidas de póquer en la que sus adversarios —el partido de los alcistas y de los que juegan a la baja— tratan de estrangularse mutuamente. La llamada «sindicación *corner*» (como hace algunos años los contratos de plata *hunt*) están al orden del día con ayuda del comercio a término y a opción.

Como es natural, hay millares de pequeños simpatizantes y también innumerables víctimas. Docenas de sindicaturas manipulan las cotizaciones de acciones al alza para atraer al público y entre ellos, incluso ingenuos directores financieros se dedican a los fondos de inversión.

Dejando aparte estas manipulaciones desviadas de determinadas sindicaturas, las transacciones son absolutamente correctas tanto en la bolsa parisiense como en la República Federal de Alemania, con la diferencia de que el mercado de París es más líquido gracias a los millares de parásitos y especuladores profesionales.

Durante largos años —hasta 1984— no le sedujo al público alemán la especulación bursátil. Prefería perder los peniques de sus ahorros con amortizaciones y otros negocios crepusculares, pese a ser más romántica la bolsa. Quizá a las bolsas alemanas les falta ese elemento judío que es fuerza impulsora de las especulaciones financieras.

En París, por contra, así como en Londres, Wall Street y Johannesburgo, hay muchos apellidos Grün y Kohn, sin los cuales una bolsa es difícilmente una bolsa.

Con una aclaración: París utiliza la bolsa como juego y el probo alemán tan sólo se sirvió de ella durante años para invertir. Ésta es la gran diferencia. Pero como dicen los franceses *Vive la diference!*

¿Qué opina usted de las opciones?

No es fácil responder a esta pregunta, porque el mercado de opciones es un sistema bipartidista (como en general la propia bolsa). No se compone tan sólo de los que juegan a la alza y aquellos que lo hacen a la baja, ya que los dos partidos se fraccionan a su vez en compradores y vendedores de opciones. Cada jugador a la alza y a la baja puede ser un comprador o vendedor de opciones (en la jerga bursátil se les llama «inmovilizados» y «escribientes»).

Hay que decidir, pues, qué partido se toma. Desde hace sesenta años pertenezco a los dos partidos y en los años veinte y treinta negocié muchos millones de opciones, tanto en París como en Berlín, Zurich y otros lugares cuando en Wall Street ni siquiera se sabía lo que eran opciones. Había muy pocos corredores que se dedicaran a ello y anunciaran en la prensa, en determinadas publicaciones —eran tan sólo unas pocas—, las opciones. Aquellos corredores no eran siquiera miembros de la bolsa y en ocasiones su soporte financiero no era bueno. Así es que un profesional de bolsa no se planteaba siquiera emprender algo en opciones. En Europa, por contra, la cifra de negocios era gigantesca. Por lo que a mí respecta, en unas ocasiones obtenía ganancias, en otras perdía, pero de todos modos hice acopio de una gran experiencia.

El mercado de opciones es un gigantesco casino de juego que cumple una función útil en el mercado financiero. El comercio de opciones obliga a una especulación y, con ello, a la liquidez de la bolsa. Millares de compradores de opciones originan miles de colocadores de dinero, sobre la base de inmovilizar con opciones.

El comprador de opciones es un jugador, el inmovilizador (también llamado «escribiente»), un capitalista, un usurero, que paga las acciones plenas que el comprador no puede o quiere pagar. Da con ello a los jugadores la oportunidad de aprovecharse de un intenso cambio de cotización en un espacio de tiempo relativamente corto. Los «escribientes» dejan a los jugadores que jueguen casi a su costa, por lo que cobran una determinada cantidad, es decir, la opción. Viene a ser una especie de «prima de arrepentimiento», porque los jugadores tienen que arrepentirse con mucha frecuencia de haber comprado opciones.

Cualquiera que haya tenido experiencia en juegos clásicos —como las carreras de caballos o la ruleta— sabe lo que son colocados y favoritos. Los inmovilizados son como los favoritos en la carrera. En la ruleta son aquellos que juegan como les resulta posible. El principio es el mismo: cuanto

mayores sean las oportunidades de ganar, más pequeño es el beneficio. Como es natural, en las acciones de opción hay pequeño decalado entre la relación entre riesgo y beneficio, dependiente de la calidad de las acciones. Pero éstos son matices que pueden reconocerse tras una experiencia de muchos años. La mayor parte de los ahorradores, llevados al negocio por una gigantesca propaganda, carecen de esa experiencia.

Con frecuencia comprobé con espanto que incluso los especialistas que ofrecían sus consejos, no tenían experiencia alguna. Los textos publicitarios eran prácticamente embaucadores casi siempre: sus redactores prometían «opciones de inversión» de un beneficio de 100 y hasta 300 % y trataban de probarlo por escrito.

Pero la misma palabra «inversión» es engañosa, puesto que una opción no es una inversión, sino dinero de juego. Colocado en la ruleta, este dinero rinde el doble o incluso se multiplica por treinta y seis... o no rinde nada. Es un mal chiste alardear de un 100 % de beneficios cuando sería también una gracia que un jugador de ruleta triplicara en una noche su dinero y se vanagloriara de su suerte. Yo estaba presente cuando Winston Churchill o el anciano soberano sueco Gustavo V acertaban aquí y allá, en la mesa de ruleta, un número de alta ganancia. El público aplaudía su aprobación, aunque sólo por satisfacer a los ancianos caballeros.

Se puede, evidentemente, ganar mucho con la compra de opciones, enriquecerse incluso cuando se atrapa una tendencia en el momento preciso... poco antes de iniciarse el movimiento alcista.

El cálculo de probabilidades es malo para los compradores de opciones y además —ése es el mayor peligro— condicionado por el tiempo. De cinco casos, perderá cuatro veces o especulará y sólo ganará en el quinto caso, pues la acción puede permanecer invariable hasta el plazo determinado, caer poco o intensamente, subir poco o tener una fuerte subida.

En el caso de los cuatro primeros casos, el especulador sabrá por qué los bolsistas llaman al dinero «dinero del arrepentimiento». Tan sólo cuando su acción manifieste un alza de cotización en el plazo determinado, la especulación habrá valido la pena. No quisiera apartar a nadie de la compra de opciones, ya que como especulador en bolsa resultaría inconsecuente por mi parte. Pero según una estadística estadounidense de la inspección de bolsa, un 80 % de los compradores de opciones pierden el dinero invertido. El ahorrador pierde todo cuando el alza de cotizaciones esperada llega tan sólo con un día de retraso. En este caso habrá «especulado»

bien según la tendencia, pero habrá jugado mal. La estrategia fue acertada pero la táctica equivocada. Lo que perdieron los compradores lo cobraron los «inmovilizados», identificados y no por casualidad con los grandes bancos y compañías de seguros. Estas instituciones poseen grandes depósitos de acciones, sobre los que venden opciones ininterrumpidamente. Según se cuenta en Wall Street, el mayor «inmovilizado» es el Vaticano. La práctica enseña que mantenerse inmovilizado, cuando se efectúa ininterrumpidamente, arroja una renta de 20 a 25 % anual. De manera automática, teniendo lo siguiente: tras haber cobrado el «inmovilizado» la opción, sin que haya tenido que entregar el papel, vende inmediatamente una opción al siguiente plazo. En el caso de haber tenido que entregar el papel al comprador de la opción, obtiene un pequeño beneficio, vuelve a comprar otra vez el papel y vende de nuevo una opción del mismo. Tiene que repetir esto sin contratiempos y sin solución de continuidad.

Se dice que en tiempos pasados un viejo bolsista judío preguntaba a su amigo lo siguiente: «¿De dónde sacan los cristianos el mucho dinero que nos pagan en opciones?»

Ha pasado mucho tiempo y desde entonces los cristianos, e incluso el Vaticano, han aprendido el arte de la inmovilización. Sobre si una opción vale lo que se paga, depende de los siguientes componentes: del plazo de la opción (lo más importante), del precio de la opción, de la cotización en bolsa de la acción, de la cotización que se le pueda atribuir y muy especialmente de la dinámica de la acción. Mucho mejor cuanto más especulativa es. Pero lo más importante, y no puedo más que insistir bastante en ello, es tener conciencia de que la opción no es un valor, ninguna acción, ninguna inversión, sino tan sólo dinero de juego, casi un billete de lotería. El comprador puede perder totalmente su puesta en el transcurso de unos meses. Y cuando repite la compra de opciones, puede desangrarse en ello lentamente. Quien actúa en el mercado de opciones tiene que saber exactamente en cada caso lo que hace, más que cualquier otro especulador.

Las relaciones entre acción y opción pueden describirse poco más o menos como la existente entre el propietario de una cuadra de caballos de carreras con el apostante en las mismas. La cuadra puede contemplarse con la inversión de capital, pues cuando los caballos ganan aportan su beneficio. El jugador apuesta y gana o pierde con la carrera. La cuadra gana premios y puede por ello vender muy favorablemente los caballos. Los beneficios que se obtienen corresponden a los dividendos de las acciones.

¿Es verdaderamente interesante el negocio con opciones sin un auténtico mercado a plazo?

El negocio sin mercado a plazo es poco interesante, ya que no pueden efectuarse ventas al descubierto contra las *opciones de compra*, pese a que harían más atractivas las acciones. En vez de ello, tanto en los Estados Unidos como en la República Federal de Alemania se quiere comerciar con *opciones de compra*. Aquel que adquiera una opción de compra tiene el derecho de entregar los papeles hasta un término determinado y una concreta cotización. Es decir, lo mismo que las opciones de compra, pero al revés: con oportunidades de juego para el caso de que el mercado retroceda. La filosofía es la misma que en las opciones de compra.

Cuando tras un crac en la bolsa todos los síntomas indican un cambio, ¿qué categoría de acciones habría que comprar? ¿Qué se deduce de lo dicho: las que han caído poco, las que lo han hecho bastante, o aquellas que están totalmente hundidas?

Que determinados valores destaquen y otros permanezcan casi estables puede tener buenos fundamentos que nosotros no conocemos. Los valores casi hundidos acaso estaban próximos a la quiebra. Éstos siguen en peligro, pero tienen la oportunidad de grandes subidas de precio cuando no se anuncia su quiebra, cosa que es posible cuando se produce la vuelta, pero con la ventaja de que las oportunidades no están limitadas cronológicamente. El comprador de aquellas acciones persistirá hasta que el mercado se enderece, incluso si tarda años, puesto que el comprador de opciones estará desangrado desde hace tiempo con sus repetidas compras de opciones

¿Qué influencia tiene la política impositiva de un gobierno sobre el mercado de capitales, es decir, sobre la bolsa?

La política impositiva tiene una determinada influencia, pero al contrario de la política crediticia no es utilizable como instrumento a corto plazo, puesto que depende del consentimiento parlamentario. Mientras un parlamento debate una y otra vez sobre la política impositiva —en todos los países hay diferencias al respecto entre gobierno y oposición— la inflación puede seguir galopando. Si la inflación se combate

mediante una elevación general de los impuestos, es decir, con la reducción del poder adquisitivo, la bolsa no sufrirá o apenas lo hará por ello. Por contra, el gobierno, es decir, el banco emisor, puede atacar con su política monetaria y crediticia y mediante restricciones en forma de encarecimiento de los tipos de interés y restricciones de la masa monetaria para combatir de esta manera la inflación. En este caso, la bolsa reacciona en seguida, casi inmediatamente, con el descenso de las cotizaciones. Trataré de aclarar este fenómeno con el siguiente ejemplo: un automóvil circula cuesta abajo y tienen que frenarlo. Hay dos posibilidades: *a*) mediante el paso a una marcha más baja, cosa que corresponde en nuestro caso a la política financiera. El motor, es decir, la economía, se desacelerará; *b*) utilizar el freno, que corresponde en este caso a la política crediticia; el motor se estrangulará y también la bolsa si se eleva el tipo de interés.

¿La inflación es, pues, un momento de baja de la bolsa?

No; la inflación no, sino la lucha contra la inflación que lleva, sobre todo cuando se efectúa mediante la política crediticia, a las bajas cotizaciones.

¿En realidad cuáles son las causas de la inflación?

Hay numerosas causas. Cuando, por ejemplo, la demanda de bienes es mayor que la oferta, los precios se disparan hacia arriba. Ocurre lo mismo cuando los trabajadores exigen de manera constante la elevación de los salarios y por ello suben los precios de las mercancías. Esto resulta tanto más peligroso cuanto que los precios altos para las mercancías arrastran a nuevas subidas de salarios. Se denomina la espiral de precios y salarios. Para ponerle freno debe estar en el poder un gobierno fuerte, pues los gobiernos democráticos tienen tendencia a inclinarse a la demagogia y no adoptan de buena gana leyes impopulares, sin las cuales no es posible detener esta espiral.

El factor más peligroso para la inflación es la expectativa de inflación. Se desencadena entonces una reacción en cadena motivada psicológicamente. Los precios comienzan a subir por los llamados motivos fundamentales, la población se pone nerviosa, sobre todo en los países que han vivido ya devastadoras inflaciones, ataca la especulación porque está a la espera de una mayor inflación y ésta se produce con su

especulación que impulsa más los precios hacia arriba y entierra con ella la confianza de los ahorradores. La última gran ola de inflación fue una inflación de costes mediante la elevación de los precios del petróleo manipulados artificialmente y a la que se unió el alza de los otros precios de la energía.

¿Qué considera usted, en general, de los sistemas de juego en la bolsa?

Quisiera ilustrar esta pregunta con una pequeña anécdota: en París acudía cada día al Café Fouque's, lugar de encuentro de gentes del mundo cinematográfico y de los negocios, especuladores y artistas. Me llamó la atención que cada domingo, y en torno a la misma mesa redonda, de diez a doce caballeros de cierta edad escucharan admirados el relato de otro caballero de sus mismos años. No tardé en enterarme de qué se trataba. El redondel estaba formado por ex empresarios ruso-polacos bien situados. El que peroraba había ganado por dos ocasiones el primer premio de la loto y explicaba a sus contertulios el «sistema» cómo había que jugar a la loto. Éstos escuchaban atentamente e incluso tomaban notas. No puedo olvidar aquella escena cuando se me formula la pregunta sobre los sistemas «científicos» de juego. El mismo escepticismo que experimento ante los pronósticos de los autodenominados gurús como Joe Granville o Henry Kaufman.

Porque Granville previó (o mejor dicho, acertó) un retroceso de treinta puntos en el índice Dow-Jones se denominó a sí mismo de manera muy mercantil el infalible gurú bursátil y pretendía poco menos que el premio Nobel de economía. Luego organizó una baja mediante el envío a los poseedores de acciones de veinte mil a cincuenta mil telegramas en los que de una manera agresiva les ordenaba la venta de las acciones. Cuando miles de ingenuos ahorradores arrojan de pronto al mercado sus acciones, pueden provocar fácilmente una caída de treinta puntos (lo que no es más que el 3 %). Así se convirtió Granville de un día para otro en un reconocido gurú bursátil sobre el que juran millares de jugadores de bolsa en la República Federal de Alemania. Creo que desde entonces, los discípulos de Granville se han vuelto otra vez algo más sobrios, pues el propio gurú hace algunos años, cuando el índice Dow-Jones estaba a 750, quiso probar otra vez sus habilidades y profetizó con absoluta seguridad que en breve espacio de tiempo, el Dow descendería tras un

derrumbamiento total a 450. «Ordeno a las abuelas —quería significar con ello que también se dirigía a las ancianas damas— especular con este crac que es tan irremisible como la muerte.» Lo que ocurrió luego pertenece hoy a la historia de Wall Street: el Dow-Jones, en vez de descender a 450, tuvo un alza a 1 850, un alza espectacular como hasta entonces no se había vivido en la historia financiera. Lo más singular de esta historia es que el señor Granville no se avergonzó de su equivocación, sino que siguió haciendo profecías a bombo y platillo. La publicidad que hace unos años rodeó su llegada a la República Federal de Alemania resultó algo penoso.

En un debate público que tuve con él ante la prensa hizo un alarde irónico: «Mister Kostolany considera que en cien casos, él tiene razón en cincuenta y uno y esto le basta. Es una broma. En cien casos, yo tengo razón cien veces. Yo no digo "creo" u "opino" sino: "¡Yo sé!"» Pero más interesante es lo que me confesó en una entrevista personal: «*You know, Mister Kostolany, I an a ham*» (comediante de la legua) ¡Y pensar que cientos de miles de ahorradores estaban pendientes de sus labios!

Al igual que Joe Granville consiguió Henry Kaufman hace unos años, aquí y allí, un desarrollo de los intereses. Desde hace años se equivoca, empero, de una manera ininterrumpida y profetiza algo que está en curso desde hace tiempo, es decir, se mueve siempre en la dirección del viento. Mi impresión es que con sus profecías quiere influir el mercado de los empréstitos. Algún grupo orquestó con publicidad de millones su fama de «profeta del interés» y de esta manera puede influenciar con sus explicaciones el desarrollo de las cotizaciones del mercado de los empréstitos, por lo menos a corto plazo.

Entre los muchos autoproclamados gurús bursátiles hay que añadir, además, a un cierto Kurt Oligmüller. Cuando en una ocasión quise divertirme a costa de astrólogos, alquimistas bursátiles y otros eruditos, tomó mi columna como un agravio personal, a pesar de que ni tan siquiera se citaba su nombre. Efectuó una gigantesca inversión publicitaria sobre su recién descubierta teoría que podía determinar con absoluta precisión el desarollo de cada acción. Algunos conocidos periodistas le habían celebrado incluso mucho por aquel descubrimiento. Llamaba a su teoría la «sección áurea».

Me escribió una carta realmente grosera en la que tras insultarme me aseguraba que Joe Granville tenía en su dedo meñique más sabiduría sobre la bolsa que yo en mi cabeza. Me conminaba a no explicar en mi columna viejas anécdotas bursátiles, sino a predecir con exactitud la posición que determinada acción ocuparía en el plazo de treinta días. Pues la bolsa es una ciencia estricta, me decía, que se tenía que conocer y estudiar.

Por desgracia, su teoría terminó trágicamente, pues unos meses más tarde se suicidó después de haber matado a su mujer. En su carta de despedida, el pobre hombre aseguró que consideraba todavía infalible su teoría, pero por desgracia no tenía los nervios y la salud suficientes para mantenerla. Perdió hasta el último penique del dinero que le habían confiado sus clientes. Este caso trágico es la mejor prueba de los extremos a que pueden llegar los jugadores con sistema. En el caso que nos ocupa, creo que fue una víctima de las profecías de Granville, ya que como me fue dado comprobar, había jugado en Chicago en el mercado indizado, donde especuló con todo el dinero puesto a su disposición al derrumbamiento preconizado por Granville de la bolsa de Nueva York.

La lista de todos estos posesos es larga y precisaría otro libro para sí. Todos ellos me recuerdan obligadamente los profetas del loto del Fouque's.

Moraleja: hay que proceder con mucha precaución y resistir todas estas predicciones y profecías. Pero por desgracia, el público olvida pronto y vuelve a caer en la tentación. Son mayoría los que piensan que algo debe haber en ello.

¿Hay que comprar los empréstitos en apuros?

Los empréstitos en apuros ofrecen con frecuencia a un especulador las mayores oportunidades, pero como es natural, siempre que los deudores sean, por ejemplo, una empresa, un Estado o un municipio que devuelvan el equilibrio financiero, es decir, que sea saneada y pueda recuperarse el interés y el reembolso del capital. Cada caso tiene que investigarse con minuciosidad. Tanto al final de la primera guerra mundial como tras la segunda guerra mundial, hubo docenas de casos en los que se hizo posible hacer gigantescas ganancias con los empréstitos en apuros.

Tras la segunda guerra mundial, estas oportunidades fueron mayores con los antiguos empréstitos alemanes, italianos y japoneses. Dejando a un lado que se planteara también el interrogante de si los Estados volverían a hacer efectivos los intereses cuyo pago habían interrumpido durante la guerra, había otras docenas de preguntas que precisaban aclaración: ¿quién era, por ejemplo, el deudor en el país, el Estado, las regiones, los municipios, las corporaciones o los

empresarios privados? En la República Federal de Alemania se suscitó el problema de si el deudor estaba en la Alemania del Este o en la República Federal, en qué país y qué divisa se habían desembolsado los empréstitos y si las deudas estaban dotadas de una garantía especial. Con frecuencia estaba prevista su garantía en oro o bien se daban otras garantías.

El mayor y más espectacular beneficio en las cotizaciones lo tuvo el empréstito alemán Young al 5,1/2 %, que de una cotización de 250 francos en el año 1946 (una nominal de 1 000 francos) ascendió en cuatro años a 35 000 francos. A este precio los canjeó la República Federal de Alemania.

¿Cómo fue posible el canje a 35 000 francos de un título de empréstito a 1 000 francos?

Porque este empréstito estaba vinculado a la cláusula del oro. Desde la emisión de 1930, el franco francés se había depreciado dramáticamente hasta los años cuarenta. La República Federal de Alemania, bajo la gestión del canciller Adenauer, quiso revalorizar de manera espectacular el crédito alemán. No deseó perjudicar al poseedor francés de título y previó el reembolso no en oro, pero sí al menos en marcos revalorizados. Los 1 000 marcos de 1930 correspondían, conjuntamente con los intereses, a 35 000 marcos después de la guerra. Un golpe especulativo como el que fue posible efectuar con este empréstito, no es muy corriente en la historia de las bolsas.

¿Qué importancia da usted a la relación entre precio y beneficio en las acciones?

La relación precio-beneficio es la única medida con la que se puede hacer por lo menos una pequeña idea del valor de una acción. Sirve para la comparación de dos valores del mismo ramo e idéntico país. Por ejemplo, ha permitido establecer en la industria estadounidense del acero que entre dos empresas económicamente comparables, una tenía una relación 1:10 y la otra 1:20, de lo que se desprendía que la primera era más barata que la segunda. Pero tienen que ser empresas verdaderamente comparables e incluso eso puede no significar nada, ya que dicha discrepancia puede mantenerse años enteros por diferentes motivos técnicos. Hay tantos factores de influencia, motivaciones y matices en cada una de las acciones que no es posible contar con automatismo alguno. Tampoco hay ningún automatismo en la bolsa.

La valoración de una relación precio-beneficio, la determinación de si es demasiado alto o bajo depende decisivamente de dos factores: los réditos generales del mercado de capitales y, como es natural, la postura psicológica del público. Puede así ocurrir que el propio analista valore la misma relación precio-beneficio y la misma acción demasiado alta en una ocasión y, sin embargo, algunos años después la considere demasiado baja.

Un interesante ejemplo es la acción IBM. En la fase eufórica de Wall Street de los años setenta estaba la acción a 1:40 precio-beneficio.

La relación era tan alta porque la opinión general sobre la calidad de la IBM era singularmente positiva. Se calculaban unos beneficios crecientes de año en año de un 10 %. Las previsiones fundamentales para IBM eran ciertas y el desarrollo de los beneficios se efectuó como estaba previsto. Pese a ello se encontró unos años más tarde en una relación precio-beneficio de 1:7. Aquello había ocurrido por las razones siguientes: la primera, porque los réditos del mercado de capitales eran altos, de un 17 a un 18 y hasta un 20 %, y segundo, la posición psicológica del público se había desarrollado en sentido pesimista. De 40, la acción se había desvalorizado a 7.

La tarea del buen especulador es no dar crédito alguno a las exageraciones y orientarse contra el consenso. En bolsa, casi siempre tiene derecho tan sólo una minoría y la mayoría se equivoca.

¿Hay más optimistas o más pesimistas en la bolsa?

En cada transacción y en cada cotización hay un comprador y un vendedor, es decir, un optimista —aunque no sea más que por diez minutos— y un pesimista. Y éstos cambian los papeles equis veces en el transcurso de una jornada bursátil. La tendencia se produce según sea la respuesta a la pregunta de lo que es más importante y apremiante: para los optimistas, adquirir papel o para los pesimistas alejar sus papeles

Todo depende desde qué lado se dan los mandatos *preferentes* o de cotización limitada. En el caso de que durante la jornada bursátil se den sólo demandas preferentes de venta y los compradores limiten su cotización, el papel descenderá a su curso inferior entre los compradores que están dis-

puestos a adquirir sus acciones. En el caso de que no aparezca ningún comprador, las cotizaciones caen, sin que se haya producido transacción alguna y también al revés. En el caso de que haya, por contra, en una jornada bursátil tan sólo compradores con demandas preferentes y ninguna oferta, los cursos ascenderán teóricamente hasta las alturas sin cualquier transacción. Personalmente, en las grandes bolsas occidentales y en Tokio no he vivido ni uno ni otro caso. Pero en los pequeños mercados ocurría alguna vez en los pasados diez o veinte años. La bolsa de Lisboa tuvo que cerrar cuando Spínola se hizo cargo del poder, puesto que no se dio la pequeña posibilidad de comprar la mínima cantidad de acciones.

Lo contrario de esto pudo vivirse en Buenos Aires cuando la hermosa Isabel, dictadora de Argentina, fue encarcelada por una junta militar. La bolsa se cerró por espacio de treinta días, ya que no se efectuó una sola demanda. Y cuando volvió finalmente a abrirse, se negociaron papeles a un precio cien veces superior al de antes.

¿Cómo puede calcularse el número de los participantes en la bolsa?

En cada país hay estadísticas más o menos fiables de los accionistas. El número de los participantes en las especulaciones bursátiles, es decir, de esos mismos accionistas que no juegan a largo plazo, puede calcularse tan sólo con la tendencia. Durante un movimiento de alza sube cada vez más alta la cifra de participantes y culmina durante la euforia. Luego se produce una gran dispersión de las acciones entre muchos pequeños accionistas. Claro que esto resulta negativo para el ulterior desarrollo, pues la mayor parte de los titulares de aquellas acciones son novatos poco diestros y temerosos, que a la primera reacción contraria se dejan llevar por el pánico. Al mismo tiempo, oscilan todavía las últimas oleadas de la tercera fase del movimiento de alza, pero el mercado puede llegar a ser explosivo y extremadamente peligroso.

Durante el movimiento de alza, el número de los participantes se hace cada vez menor y al llegar al punto más bajo se concreta en un pequeño grupo en cuyas manos están concentradas grandes cantidades de papel.

¿Qué opina usted de las cuentas numeradas en Suiza?

Quisiera destruir aquí una vieja leyenda: la cuenta numerada en Suiza es un truco publicitario, aunque —eso lo concedo— muy atractivo. Los números secretos de cuenta en Suiza no son completamente anónimos, aunque hay un severo secreto bancario.

La cuenta numeraria tiene también un nombre —el del titular— y como cada cuenta, tiene también un número. La ventaja estriba en que tan sólo un limitado número de empleados bancarios conoce el número del titular. De esta manera, la clientela está mucho mejor protegida contra las indiscreciones. En el caso de que caiga una carta o un extracto bancario en manos equivocadas, estos documentos no podrían utilizarse abusivamente.

En Suiza el secreto bancario está garantizado al máximo y cada violación está penada, eventualmente con castigos de cárcel, aunque el delincuente no pertenezca a la institución financiera.

El secreto bancario, que abarca todas las cuentas nominativas y numerarias, está limitado en determinadas circunstancias: en casos criminales, en asuntos de herencia, quiebras o exacciones testamentarias. Pero incluso en estos casos precisa una sentencia judicial suiza.

A los gobiernos, delegaciones de hacienda, el fisco, la policía de divisas, etcétera, se les niega, por contra, cualquier información. Defraudación de impuestos, infracción en materia de divisas y cosas semejantes no son en Suiza ningún delito, ni tan siquiera una falta. En estos casos, el secreto bancario es un «imperativo categórico».

El derecho de asilo de Suiza es histórico. Tras la revocación del Edicto de Nantes (1685) lo disfrutaron los protestantes franceses y durante ciento cincuenta años, refugiados de todas las tendencias —desde Napoleón III a Lenin— se acogieron allá. Y para la Constitución suiza, la libertad personal y la propiedad privada son inseparables y disfrutan de la misma protección.

Especialmente melindrosos se muestran en las investigaciones sobre circunstancias impositivas. Guillermo Tell no se convirtió en héroe legendario de Suiza por la manzana y la flecha, sino porque dirigió el levantamiento contra las exigencias impositivas del tirano Rodolfo de Habsburgo.

Unos setecientos años después, aproximadamente, el ministro y embajador plenipotenciario en Washington, Walter Stucki, jugó el papel de un moderno Guillermo Tell cuando, a pesar de las presiones de los exportadores suizos, opuso la

máxima resistencia a la exigencia norteamericana de echar una mirada en las cuentas norteamericanas y europeas. El tesón fue en Norteamérica algo incomprensible, pues se trata de un país en el que cada empleado de banco puede dar información sobre cada cuenta bancaria. Yo mismo me he sentido indignado muchas veces por la indiscreción de los *broker* y los empleados bancarios respecto las transacciones de sus clientes.

Resulta paradójico que en el país más libre del mundo, los agentes del departamento del Tesoro, llamados «hombre T», tengan un poder casi inquisitorial sobre los contribuyentes.

El secreto bancario, eventualmente también sin número de cuenta, existirá mientras Helvetia se llame Suiza. Independientemente de la situación de las divisas en el mundo y el desarrollo de las cotizaciones del franco suizo, los bancos suizos conservarán su popularidad entre los ahorradores de todo el mundo porque dan a sus clientes el trato de huéspedes de famosos sanatorios.

Cuentas bancarias absolutamente anónimas existen todavía en Hungría y Checoslovaquia. Son para los ciudadanos del país y está severamente prohibido al banco tanto en los ingresos como en los pagos preguntar el nombre del cliente o el origen del dinero. En Austria también existen cuentas numeradas, pero en ese país la economía está todavía intervenida. En la Europa Occidental hay aún un pequeño territorio donde es posible poseer cuentas anónimas y donde impera una economía de divisas absolutamente libres: se trata de Kleinwatertal. Esta región montañosa austríaca ofrece así la posibilidad de poseer una cuenta anónima y allá es válida la divisa alemana. Por ello no puede hablarse de limitación de divisas.

¿Qué son en realidad los «oasis impositivos»?

Los oasis impositivos no son beneficiosos para todos e incluso no siempre para los poderosos, puesto que todos los países de Occidente están estrechamente unidos en las cuestiones impositivas. Se atienen a dos principios:

1. Todo ciudadano debe pagar impuestos.
2. Ningún ingreso pagará doble impuesto, excepto en el caso de que medien al respecto acuerdos internacionales.

Cuando un millonario quiere ocultar su capital líquido a las autoridades de hacienda de su país, esto le resulta posible. Tiene su depósito de valores y su dinero contante a nombre de una firma del oasis, por ejemplo, el banco equis también radicado en un país occidental. De esta manera no tendrá que pagar impuesto sobre la renta y los beneficios. Pero tanto los cupones como los dividendos de los valores son objeto de imposición automática en el país del que proceden, es decir, que se ejerce un «impuesto en las fuentes».

Pero aunque tenga una razón social tan sólo de buzón en el océano Pacífico, un comerciante o un empresario no podrá ahorrarse ningún impuesto. De no querer pagar impuesto alguno tiene que ser residente permanente y de buena fe del país oasis. Pero según el derecho alemán, un ciudadano federal sigue estando obligado a pagar sus impuestos durante diez años en la República Federal de Alemania.

Los beneficios de sus empresas o sus bienes inmobiliarios están gravados como anteriormente en su patria. Tan sólo si está diez años fuera, el Estado alemán deja de tener derecho a reclamarle algo.

De todos modos, hay ardides y estratagemas para burlar al fisco. A ello contribuye la posición exacta de los contribuyentes y el carácter de sus ingresos, así como de la colocación del capital.

Existen hoy en día treinta y cinco puntos geográficos que es posible considerar como oasis impositivos. Su número sigue creciendo porque cada vez se descubren más miniislas susceptibles de hacer de la evasión fiscal una auténtica industria con rendimientos bastante más que razonables.

La mayor parte de esos oasis apenas pueden localizarse en el mapa. Cuanto más pequeños son, los millares de firmas registradas en ellos son más que los habitantes. ¿De qué se compone una firma semejante en un oasis impositivo? Pues del nombre de una razón social legalmente inscrito y un buzón. Un solo buzón puede servir inclusive para decenas de razones sociales.

El hecho de que tales islas no estén dotadas de aeropuerto, de que sólo pueda llegarse a ellas por vía marítima en los fines de semana y no sea posible comunicar telefónicamente o por télex, no representa obstáculo alguno. Detalle importante es que sea soberana la legislación fiscal y no exija o apenas lo haga un impuesto sobre la renta, sobre los beneficios del capital o sobre las sucesiones. Y además, el secreto de la contabilidad esté garantizado.

Cada uno de esos paraísos fiscales tiene ventajas y desventajas especiales, pero poseen algo en común: que hacen legal lo ilegal, que blanquean el dinero negro y que en ellos es virtud lo que en la patria se califica de pecado.

¿Qué opina usted de una vuelta al patrón oro?

No creo en el mismo y sería también el mayor disparate. Existen, sin embargo, en Europa y los Estados Unidos expertos y políticos —como el candidato republicano a la presidencia Jack Kemp— que se manifiestan en favor del patrón oro. Se prometen con ello y entre otras cosas, estabilidad en los precios y la paridad de las divisas, una disminución del paro, un crecimiento del comercio mundial y un aumento del nivel de vida. Pero lo cierto es que no exponen un serio fundamento que abone sus argumentaciones. ¿Creen acaso que en el océano se puede navegar, pese a que sople el viento y agite las aguas la tempestad, como es posible remar con un bote en un pequeño lago?

Los partidarios del patrón oro anhelan sobre todo fuertes paridades de divisas. Para ello las monedas no precisan estar indisolublemente unidas al precio del oro. Pueden conseguirse también fuertes paridades sin oro alguno. Con la condición, eso sí, de que los gobiernos mantengan y respeten los convenios al respecto, incluso cuando afecten los intereses nacionales específicos. Patrón oro o sólida paridad de divisas es únicamente problema de acuerdo. Pero ¿qué gobierno mantendrá convenciones que no se ajusten a sus intereses políticos, sociales y psicológicos? Quizá sería posible la vuelta al patrón oro, pero sólo con la condición de que todos los países participantes llevaran a efecto la más rígida política intervencionista de divisas. Con intercambio libre de divisas es imposible. ¿Qué dicen sobre ello los profetas de la vuelta al patrón oro? Porque la tendencia toma una orientación completamente contraria. Incluso en los países en los que hasta ahora existía economía intervenida de divisas, los gobiernos quieren desprenderse de ella.

Las corrientes de capital eran en los tiempos en que aún existía patrón oro tan voluminosas que los bancos emisores sólo podían subir el precio del oro cuando la demanda de una divisa se hacía tan grande que no querían perder sus reservas de oro. Desvalorizaban así práticamente su moneda. Cuando, en caso contrario, la demanda de una divisa era demasiado intensa, los bancos emisores tenían que revalorizarla para defenderse contra las importaciones de capital. Por ejemplo, el Banco Nacional Suizo no dio durante la segunda guerra mundial y durante bastante tiempo después de la contienda ni un franco contra oro. Los francos eran más apetecibles.

Igual ocurrió durante los años setenta: Suiza y también la República Federal de Alemania ejercieron severos controles contra las importaciones de capital. ¿Para qué un patrón oro al que nadie se atiene? En la actualidad está en marcha una monstruosa especulación de divisas del peor arte. Los mercados de divisas se han convertido en casinos de juego. Centenares de miles de pequeños jugadores están pendientes —en la bolsa de operaciones a plazo de Chicago— del diario juego de las cotizaciones de divisas de los grandes bancos que según una valoración oficial alcanzan a lo largo y ancho del mundo más de doscientos mil millones de dólares. ¿Quién puede calmar esta histeria en el mundo libre, donde cientos de miles de agentes y subagentes impulsan incluso a las amas de casa y a los dentistas a las especulaciones de divisas?

El dólar se ha convertido en el fútbol de los jugadores (especulador era una palabra demasiado fuerte y un agravio para los genuinos pertenecientes a aquella cofradía). En velocidad de segundos se dispara de una portería a otra. Está siempre en movimiento y nunca se queda quieto. En el caso de que se deseara inmovilizarlo en un determinado lugar del campo de juego, se tendría que abandonar el deporte futbolístico. Eso quizá podría hacerse, pero ¿qué dirían entonces los hinchas? Entonces sería intervención de divisas.

Todas las composiciones y análisis sobre la vuelta al sistema del patrón oro no son más que charla vacía. La realidad es otra. Todo ello me recuerda al sabio y experimentado Grün cuando le contaba a sus amigos que había comprado un barco entero cargado de cereales a un precio muy favorable. «¿Has precisado bien, jurídicamente, el contrato?», le preguntaron sus colegas. «¿Para qué? —respondió Grün—. Si el grano sube, no lo entregarán. Y si baja, no lo admitiré.» Con el precio determinado del oro ocurre igual.

De ser demasiado grande la demanda de oro en un país, el banco emisor no suministraría oro a cambio de dinero. Y al revés: en el caso de que la demanda de oro creciera en exceso, tampoco el oro se podría comprar a cambio de dinero.

El oro sigue siendo una mercancía banal que tiene para muchos ahorradores una determinada atracción. A pesar de que muchos creen que es un valor real, no es tal a mis ojos, pues el oro no tiene provecho ni es necesario en economía.

¿No tiene la vuelta al patrón oro interés para la economía?

La mejor respuesta viene dada por el famoso poeta y premio Nobel Rabindranath Tagore: «Engasta en oro las alas del pájaro y nunca volverá a balancearse en los aires.»

¿Cómo juzga usted el desarrollo hasta el año 2000?

Depende mucho de la política, cómo se determinarán las relaciones entre el Este y el Oeste, en especial las respectivas posiciones de los Estados Unidos y la Unión Soviética. Y como es también natural, de cuál será la tendencia de la política interior europea, si tenderá hacia la derecha o hacia la izquierda.

En la política interna de los Estados Unidos no veo grandes cambios. Está asegurado el sistema bipartidista y en realidad es indiferente que estén en el poder republicanos o demócratas.

No temo tampoco ninguna colisión grave entre los Estados Unidos y la Unión Soviética, pues tengo una casi ilimitada confianza en la superioridad militar estadounidense y creo en la *realpolitik* de los soviéticos. Sé que los Estados Unidos están infravalorados en casi todos los terrenos por los europeos, no tanto entre los políticos como por la opinión pública. Por fortuna, la Unión Soviética tiene respecto a los Estados Unidos la misma opinión que yo. Pero en los pronósticos sobre el desarrollo económico de Europa, tengo que sumarme a la opinión pública europea.

Con frecuencia me inspira mucho temor la marcha de Europa: el mayor peligro está constituido a mi entender en la cobardía de los ciudadanos ante una presión psicológica de la Unión Soviética. Ésta hará cuanto le sea posible, tanto con promesas como con amenazas, para separar a Europa de Norteamérica y así hace estallar la OTAN. Sin la OTAN quedaría finlandizada la República Federal de Alemania. Una Alemania Occidental neutralizada significaría una Europa neutral en la que nada cambiaría la pequeña fuerza atómica francesa.

Una Alemania neutral tendría que satisfacer todos los deseos económicos de la Unión Soviética. Ello representaría lo siguiente: nuevos tratados comerciales y financieros. Sé que muchos dirigentes económicos alemanes, incluso de gran importancia, son de la opinión de que también una Alemania neutral podría hacer grandes negocios con la Unión Soviética, pero la realidad sería que esos negocios tendrían en aquel caso grandes diferencias con los actuales. La República Federal de Alemania podría obtener grandes cantidades de materias primas y energía y pagárselos con dólares. La Unión Soviética por su parte podría obtener de Alemania tecnología, maquinaria, etc. (y todos los artículos que hoy están en las listas negras), así como adquirir en Francia, Dinamarca y Holanda productos agropecuarios y pagarlos con rublos. Por lo que respecta al valor de los rublos... dejo la valoración al mercado negro (que es siempre la auténtica). Allá se negocia el rublo a una séptima parte de su valor oficial.

Una Alemania neutral significa una Europa neutral y una Europa neutral caería lenta pero con toda seguridad enteramente bajo control ruso. De esta manera podría hacer realidad la Unión Soviética su viejo sueño de controlar Europa sin movilizar un solo soldado.

No soy un pesimista declarado, pero hay que contar siempre con esta posibilidad. Gran parte de semejante riesgo estriba en el desarrollo político de la República Federal de Alemania. Una eventual coalición rojiverde llenaría de sombras todo el panorama político internacional. Dicho en pocas palabras: ya que soy europeo, apuesto por Norteamérica. En el Japón no veo el menor peligro, pero para un europeo como yo la mentalidad japonesa resulta algo opaca.

El posible desarrollo de Europa descrito tendría para Norteamérica una desagradable repercusión, pero ciertamente ninguna importancia fatal, pues en la economía norteamericana representa el comercio exterior un papel muy limitado (un 10 % aproximadamente). Por ello considero de especial importancia para un inversor y un especulador bursátil a largo plazo dirigir la mirada hacia Wall Street, pues allá florecerán todavía durante mucho tiempo frondosas las bolsas mientras que en Europa podría tener otras preocupaciones.

Confío en que las cosas no lleguen tan lejos, pero el peligro —aunque sea tan pequeño— tendría inmensas repercusiones.

Pensamientos sobre bolsa y dinero

Con frecuencia pueden cometerse por casualidad las más felices tonterías.

Estaba sentado una vez con dos corredores. Uno de ellos se lamentaba de que aquel día no había hecho negocio alguno. El otro se vanagloriaba de sus grandes comisiones. «Eso es más suerte que entendimiento», repuso el primero. «Dios me da siempre más suerte y menos entendimiento», opinó seguidamente el afortunado.

No hay ningún loco del cual no se pueda aprender algo que encaje en el mosaico de una reflexión sobre la bolsa.

Algunas veces he podido aprovecharme bastante de una palabra equivocada o una errata de imprenta en el texto de un decreto o una ley financiera.

Una idea equivocada puede confundirnos tanto en ocasiones que permanecemos toda una vida en el error y nunca reconocemos la verdadera situación.

Muchos se admiran de lo que ocurre en la bolsa; lo hacen así porque no la conocen.

Las palabras más útiles en bolsa son: quizá, según se espera, posiblemente, podría ser, no obstante, a pesar, ciertamente, yo creo, yo opino, pero, posiblemente, me parece... Todo cuanto se cree y dice es condicionado.

Para un deudor es más importante encontrar un buen acreedor que para un acreedor un buen deudor.

En la actualidad el gran peligro para los mercados financieros es que hay demasiado dinero caliente inmovilizado.

Los bancos deberían ser sabios como Salomón, listos como Aristóteles, fuertes como Sansón y viejos como Matusalén.

El optimista es un príncipe aun con dos cuartos en el bolsillo. El pesimista es un mísero aun con un armario lleno de tesoros.

El ministro francés de Finanzas, Vincent Auriol, dijo en una ocasión algo que sin duda alguna vez estuvo tentado de hacer: «Cerraré los bancos y encerraré dentro a los banqueros.»

Hay consejeros de inversiones que utilizan con frecuencia la expresión: «Yo garantizo...» Pero ¿quién les garantiza a ellos?

Franz Molnar, el escritor húngaro mundialmente conocido, que no entendía nada sobre bolsa, definió en una ocasión de manera punzante a un especulador a la baja: «Uno que se abre a sí mismo una fosa en la que caen los otros.» (El sentido de esta frase sólo pueden comprenderlo los profesionales pura sangre.)

¿Cuál es el especulador perfecto? Aquel que llega a una ciudad desconocida y cuya primera pregunta es: «Muchachos, ¿qué está prohibido aquí?»

En los festivales de Salzburgo encontré una vez a un colega bolsista del que nunca había sabido que se interesara por la música. A mi pregunta de qué hacía allá, respondió sencillamente, breve pero muy expresivo: «¡Espero el final!» La misma respuesta di a un amigo mío que me preguntaba mi opinión sobre la especulación IOS.

Ningún ministro de Finanzas hubiera podido informar sobre la grave situación de su país, de una manera tan precisa y gráfica como lo hizo el francés Anatole de Monzie: «Señores míos, las cajas están vacías.»

Cuando un banquero dice no, opina quizá. Dice quizá, opina sí. En el caso de que diga en seguida sí, no es un buen banquero. Cuando un especulador dice a alguien sí, opina

quizá. Si dice quizá, piensa no y si dice no, no es un verdadero especulador.

Sobre un tonto rico se hablará siempre como de un rico; sobre un tonto pobre, se hablará siempre como de un tonto.

Ser acaudalado significa tener más dinero que los otros del mismo medio social.

Un ingeniero no debe estar bajo la influencia del alcohol durante su trabajo. Para un especulador esto es en cambio una ventaja porque elimina determinadas inhibiciones.

En la bolsa, como en la vida y en mis columnas, tengo con frecuencia la respuesta acertada, se trata tan sólo de buscar también la pregunta acertada.

Una vieja verdad bursátil dice así: cuando las cotizaciones no pueden subir más, tienen que bajar.

Con frecuencia, mis colegas me preguntan sonrientes, cuando se enteran de mis honorarios por distintas actividades, qué hago con «tanto» dinero. Extrañamente no me pregunta nadie qué hago con el dinero de una especulación feliz, en la que gano (aunque no lo merezca) una décima parte. Ganar dinero con trabajo se les aparece como algo singular.

Los alemanes no han comprendido la fascinación del dinero. El pueblo de los románticos, los filósofos y los músicos, en las ocasiones en que se mezcla el dinero, nada romántico, pierde toda tendencia a la filosofía y especialmente a la fantasía.

Todos los valores —acciones en quiebra, empréstitos estatales en apuros— que están anotados a cotizaciones del 1 al 2 % pueden ofrecer un gran beneficio: pueden servir conjuntamente para empapelar las paredes.

Me llaman con frecuencia «experto en bolsa». *No* acepto el cumplido ya que sé lo que será la bolsa mañana porque sé lo que es hoy y lo que fue ayer. Y eso es bastante, ya que la mayor parte de los profesionales ni siquiera saben eso. Tampoco saben que las cotizaciones hacen en su mayoría las noticias que luego seguirán difundiendo y no las noticias a las cotizaciones.

Es sabio el especulador en bolsa que también comprende el lenguaje de los tontos.

Con frecuencia escribo agresivamente y repito ininterrumpidamente mis ataques contra los tiburones del capitalismo. Cuando el hombre se hace viejo, le cuesta más trabajo cambiar de enemigos.

Muchas veces, en política y economía, no es la dictadura mala sino el dictador.

En política económica, el exacto timón es tan sólo la observación de la realidad.

Sube la bolsa, acude el público; baja la bolsa, el público se marcha.

Un viejo dicho asegura que la bolsa es Montecarlo sin música. Mi opinión es que la bolsa es Montecarlo con mucha música, pero hay que tener extendidas las antenas para captar esa música y reconocer la melodía.

No hay que ser rico, sino independiente.

La vida económica sería hermosa si los piratas fueran perezosos y los tontos hablaran menos.

En las preguntas sobre inversiones sólo se puede aconsejar con éxito al ahorrador lo que verdaderamente quiere tener. Siempre se dan cuenta de las promesas que con beneficios irreales se les hace. Es imposible aconsejarles una inversión que dará gigantescos beneficios.

Con frecuencia en la bolsa hay que cerrar los ojos para ver mejor.

Para un especulador es más conveniente cavilar sobre una cosa, sin emprender nada, que emprender algo sin cavilar.

No hay un solo especulador que no haya tenido una ocurrencia «estelar». Pero no le sirve de nada, pues no llega tan aprisa otra nueva. Mi consejo es por tanto: ¡atacar!

La mayor desgracia de los viejos especuladores como nosotros es que hemos hecho acopio de experiencia, pero hemos perdido en cambio nuestra capacidad de opción.

Compruebo que aprecio a mis colegas cuando mantengo con ellos un debate.

Las instituciones financieras tienen tan sólo el valor de los hombres que las han creado.

El especulador pura sangre solamente compra papel del que espera una cotización en alza de dos o tres veces. Pero en ocasiones, las veces pueden llegar a diez. (He tenido yo mismo esa experiencia.)

Cuando un comerciante vende su mercancía con ciento por ciento de beneficio, se llama a eso una estafa. Si un especulador de bolsa vende su papel a doble cotización, lo llamo a eso normal.

El hombre está creado para hacer dinero y la mujer tiene la caja en su poder. El ideal es —aun para la entera familia— cuando el hombre es el despreocupado y la mujer la avariciosa. Entre los conocidos y la familia he obtenido numerosas pruebas de ello. Mi padre llevaba a mi madre los más hermosos regalos y sólo cosechaba regañinas, por su prodigalidad. «¿Por qué? —le decía él—. Mejor en esto que en la farmacia.»

¿Qué sería de la bolsa sin locos? ¿Y qué sería la bolsa si un superordenador lo supiera todo? Mi respuesta a las dos preguntas: «No sería la bolsa.»

En tiempos pasados se decía que un hombre perdía su razón con sus últimos 10 000 florines. En mi opinión, el ahorrador alemán pierde hoy su razón con los primeros 10 000 marcos.

«He oído que te has hecho un gran ganador y has conseguido 100 000 marcos. ¿Qué piensas hacer ahora?» «Pues llenarme de preocupaciones.»

¿Cómo maldice el judío pobre al rico? «¡Que seas el único millonario de la familia!»

Peter Altenberg, el conocido poeta y bohemio vienés, era un gorrón declarado. Un día escribió a su hermano: «Querido, mándame con urgencia mil florines, pues no tengo un solo chavo. Todo mi dinero está en la caja de ahorros.»

Muchos no necesitan el dinero para tenerlo, sino para enseñarlo.

Hay profesionales de la bolsa con los que uno, que no es suficientemente caradura, no puede mantener una conversación; todo cuanto digamos puede tener solamente una influencia negativa.

El mayor golpe para los especuladores es cuando han intuido una gran falta y a pesar de ello la cometen. Casi siempre ocurre eso porque se dejan influenciar por los otros.

No hay que seguir los acontecimientos con los ojos sino con la cabeza.

Un término cómico en el idioma alemán: comerciante diplomado. Para mí, el diploma de un comerciante es su balance.

Un término en el idioma alemán: comerciante bancario. Es un matrimonio semántico disparatado, pues se es banquero o comerciante. La unión de ambos términos es además contradictoria, puesto que el banquero recauda intereses, cuanto más alto mejor; el comerciante tiene que pagar intereses, cuanto más bajos mejor. El banquero actúa sobre la seguridad de una inversión, el comerciante sobre la fantasía.

En la lápida del famoso escritor Stendhal puede leerse: «Vivió, escribió y amó.» En el del especulador sin suerte: «Vivió, especuló y perdió.»

Hay comerciantes con vista y comerciantes con supervista. Los primeros comercian con todo cuanto ven: mercancías, valores inmobiliarios, abonos en cuenta, etc. Los comerciantes con supervista tan sólo con cosas que los otros no ven. A éstos pertenecen también inteligentes especuladores que comercian con acciones, valores, etc., cuyas posibilidades no ven los otros.

En cada alta coyuntura y especialmente en la eufórica de la inflación (dinero fácil) hay que estar tranquilo al principio, luego ser listo y al final ser sabio.

Con frecuencia se habla de la crisis bancaria. A este respecto recuerdo mi estancia en Venecia, en años jóvenes, en que me encontraba en una estación en que cada noche se

inundaba la plaza de San Marcos y por la mañana no eran visibles huellas de la situación de las aguas durante la noche. Hay bancos cuyos números están durante temporadas «bajo las aguas», que a pesar de todo se recuperan al cabo de un tiempo e incluso llegan a un reparto de altos dividendos. Nadie habla entonces de crisis bancaria y todo queda olvidado. He vivido en los pasados cincuenta años ese fenómeno algunas veces. La palabra proviene de banco, pero las bancarrotas están absolutamente excluidas en la actualidad para los grandes bancos. No sólo hay en el mundo una red social, sino también una red crediticia. Cada acreedor es el deudor de otro acreedor que a su vez es deudor. En el caso de que los deudores no paguen, disfrutan de una moratoria que también es válida para todos los deudores de esta cadena.

En los pasados años turbios, numerosos hombres de negocios hicieron más turbia la situación para poder pescar mejor.

El juego es una pasión que produce placer y también sufrimiento. El mayor placer de un jugador es ganar. El segundo en importancia: perder. Porque la satisfacción del jugador es la tensión entre beneficios y pérdidas. De no haber pérdidas, no se produciría la tensión y por tanto tampoco satisfacción alguna.

Molière escribió: «Un tonto que sabe demasiado es dos veces más tonto que un ignorante.» Este descubrimiento resulta muy importante para la bolsa.

El deudor honorable es aquel que burla a su herederos y nunca a sus acreedores.

No hay que perseguir la tendencia, sino que hay que salir a su encuentro.

Los especuladores viven de una quinta parte de la bolsa y los *broker* de cuatro quintas partes.

No hay ninguna persona absolutamente instruida, sino tan sólo medianamente instruida. Y todo depende de lo que la persona haga de esa media instrucción.

Hay determinadas personas que se sienten satisfechas de no ser sus propios acreedores.

De no existir prensa económica no habría que inventarla.

Un viejo bolsista puede perderlo todo, menos su experiencia.

Georges Clemenceau dijo en una ocasión: «La guerra es algo tan grave que no se la puede confiar a los militares.» Igual podría decirse: la economía es una cosa demasiado seria para dejársela a los profesores y los economistas.

Lo más peligroso de la bolsa es la sorpresa. En tales casos, tan sólo unos pocos bolsistas pueden conservar su calma y su objetividad. En la mayoría de las veces, la causa originaria de un crac bursátil no es susceptible de una reflexión objetiva, sino que es un fenómeno psicológico de masas. Alguien encuentra cualquier problema, por pequeño que sea y eso se extiende como un reguero de pólvora.

Las reacciones psicológicas de masas son en la bolsa como en el teatro: uno bosteza y en breves instantes todos bostezan. Uno tose y al poco tose toda la sala.

La situación en el Oeste capitalista es peligrosa, pero no desesperada. En la Unión Soviética no es peligrosa, pero sí desesperada. A los aliados de la Unión Soviética se les podría aplicar con la mayor seguridad el dicho francés del tiempo de los Borgia: «*Qui mange du Pape en meurt*» (Quien come de la cocina del Papa, muere).

Muchos capitalistas emplean un tercio de su vida en procurarse capital, un tercio del tiempo en conservarlo y el último tercio en la reflexión sobre a quién se lo dejarán en herencia.

Periodistas y especuladores en bolsa tienen idéntica materia prima para su trabajo: noticias y acontecimientos. Los periodistas los describen y los especuladores se aprovechan de ellos.

Cada mozo recadero en la bolsa lleva mucho dinero escondido en su libreta de anotaciones. Tan sólo tiene que encontrarlo.

Los bolsistas son con frecuencia coprotagonistas de grandes tiempos. Principalmente con su cartera portapliegos.

La inflación es el precio de la democracia o mejor dicho, de la demagogia. Pues ningún Parlamento se atreve a promulgar las severas medidas que deben tomarse contra una inflación.

Todo agente de cambio y bolsa sufre una deformación de su intelecto, de tal manera que hasta el más inteligente, honorable y responsable *broker* está contagiado por sus pensamientos en mejores y mayores contratos y comisiones.

¿Bancarrota de Estado? ¿Crisis bancaria? A esto sólo hay una respuesta: «¡Mucho ruido para nada!»

Cuando se desea calificar de fuerte o débil la tendencia bursátil, ello depende por entero del criterio de los bolsistas. Uno calificará las mismas cotizaciones como fuertes y otro como débiles, cada cual según sean sus propios contratos.

Cuando preveo el desarrollo de la bolsa durante un año, los otros me consideran durante todo el año un hilador.

El papanatas que juega al alza sufre pérdidas cuando la bolsa retrocede, al igual que desaprovecha beneficios cuando sube y él no está presente.

Quien no es competente para crearse por sí mismo una opinión y tomar una decisión, no tiene que acudir a la bolsa.

Un jugador de bolsa sin reflexión, argumentos y motivaciones es igual que el jugador de ruleta. Se trata de un enamorado del azar.

No hay que creer que los demás, cuando compran masivamente unas acciones, saben más o están mejor informados. Sus causas pueden ser tan diferentes que es prácticamente imposible sacar consecuencias de ello.

La economía no puede enseñarse; hay que vivirla por sí mismo... y sobrevivirla.

Tener dinero contante en el bolsillo y al mismo tiempo el propósito de que suban las bajas cotizaciones de la bolsa, es el mismo placer que tener apetito y encontrarse camino de un restaurante.

Una noticia mala, pero verdadera, me gusta más que una buena pero falsa. Con la primera, sé dónde estoy; en cuanto a la segunda, me puede inducir a equivocaciones.

Para los bolsistas indecisos, las cotizaciones están ya demasiado altas o todavía muy altas; para subir, es a veces demasiado tarde y otras demasiado pronto.

La opinión del bolsista no es nunca constante. El mismo papel es valorado unas veces demasiado alto y otras demasiado bajo con la misma cotización, pero nunca por efecto de reflexiones objetivas. Unas veces depende de que haya dormido bien o que sufra un dolor agudo o un nerviosismo. Es decir, por causas que no tienen nada que ver con la bolsa. Por ello, la mayoría de los bolsistas no pueden ser objetivos.

Al comprar no se debe tener fantasía; al vender se tiene que ser sabio.

Por la noche hay que tener la idea crítica, por la mañana la actitud crítica y al mediodía tomar la decisión.

La bolsa, es decir, el mercado financiero, es en realidad un teatro en el que siempre se representa la misma pieza, aunque siempre con títulos diferentes.

Los expertos en economía son gladiadores que luchan con los ojos tapados.

No sirve para nada proclamar la verdad en economía o recomendar cosas útiles. Es la mejor manera de hacerse enemigos.

Voltaire decía: «Toda cosa mala puede tener también buenas consecuencias.» En bolsa esto es extraordinariamente acertado.

Para el desarrollo de las cotizaciones no es importante lo que sucede hoy, sino lo que ocurrirá mañana y pasado mañana. Pues lo que ocurre hoy está contenido en las cotizaciones.

El bolsista no es un hombre del sistema sino de la imaginación.

Casi odio a los parásitos de las bolsas, los pequeños jugadores que cada día compran y venden, pero concedo que sin ellos la bolsa no sería tal y que sin bolsa no podría existir el sistema capitalista. El mejor ejemplo es que el gobierno socialista-comunista de Francia hizo todo lo posible para mantener la bolsa en una tendencia optimista.

Me imponen los millonarios, que me impondrían también si no tuvieran botón alguno en el bolsillo.

Los medios de comunicación de masas, que miran cómo se esquilma al público, son también corresponsables de las pérdidas.

Las mismas personas que poseen habilidad para hacer mucho dinero, tienen muy pocas la propiedad de disfrutarlo.

Cuando tenemos en la bolsa mucho miedo de un acontecimiento adverso, una vez ocurrido y a las dos horas, estamos mucho más distendidos. Es el famoso fenómeno del *fait accompli*.

En la bolsa, el sentimiento nos dice con frecuencia lo que hay que hacer y la razón lo que hay que evitar.

A veces, en la bolsa, un consejo ambiguo es mejor que uno rotundo y claro.

Tras un determinado tiempo se comprende mejor lo que se ha aprendido (estoy pensando en mi seminario).

Las reacciones de los jugadores serán siempre las mismas en una bolsa grande o pequeña; pues las reacciones humanas del pequeño ahorrador y del gran ejecutivo apenas se diferencian.

Al comprar hay que ser romántico y al vender realista (y entretanto hay que dormir).

¿Comprar opciones? Igual que en un cambio: firme usted y comprobará lo rápido que pasa el tiempo.

En la bolsa no es la nueva escoba, sino la vieja, la que va mejor.

Quien en bolsa respeta demasiado al pequeño no tiene valor para el grande.

Antes del «boom» y tras el crac reina gran silencio. Lo que sigue es tan sólo ruido histérico sin mucho entendimiento.

En cada buena familia burguesa de Francia se ha enviado al hijo más tonto a la bolsa. Cierto que debe tener sus causas.

La especulación a la baja (ventas al vacío) es tan sólo comprensible para un bolsista inteligente. Un tonto no entendería que se pueda vender algo que no se posee.

Para un profesional de la bolsa, al igual que para un publicista financiero, resulta muy peligroso tener razón con demasiada frecuencia. Los colegas se vuelven celosos y esperan implacables sorprenderle a uno en una falta.

Cuando actúa guiado por rumores bursátiles, un bolsista no tiene que fiarse ni de su padre.

Jacques Ibert, el gran compositor francés, dijo una vez que el arte se componía de un 10 % de inspiración y un 90 % de transpiración. Como es natural, la experiencia de la transpiración es la de la bolsa.

Lo que en la bolsa saben todos, no me interesa.

La inflación es el infierno de los acreedores y el paraíso de los deudores.

Rotschild dijo en una ocasión: «Quien en la bolsa se oriente por mí va a tener malas experiencias.»

El 90 % de los jugadores de bolsa carecen de ideas, por no hablar de reflexiones. Incluso los jugadores en las carreras y las quinielas tienen ideas y motivaciones. La mayor parte de los jugadores de bolsa van ciegos con la masa.

Incluso en el bolsillo de un tonto, mucho dinero aspira a valorarse y tener reconocimiento. Y el poder del dinero es grande.

En la época de la gran inflación, el presidente de un gran banco vienés decía: «No somos listos, no somos hábiles, tan sólo somos finos.» Creo que hoy en día no habría ido tan lejos.

El freno más seguro contra una loca rabia especuladora es la pérdida.

El analista piensa, la bolsa dirige.

En la bolsa no hay que saberlo todo, sino entenderlo todo. Y aunque se entienda todo, no hay que tomar parte en todo.

Incluso el más apasionado especulador en bolsa tiene que hacer un alto de vez en cuando y observar un momento lo que ocurre.

Me pregunto muchas veces si es provechoso ir durante la temporada bursátil a la bolsa o a pescar. En la bolsa se pueden recibir sugestiones y hacer todo lo contrario, en la pesca es posible reflexionar sobre lo que no hay que hacer.

El banquero que especula con el dinero de los clientes y al que le van mal las cosas, es calificado como de estafador. Aquel otro que tiene suerte aparece como un genio.

De muchos bolsistas puede decirse que gastan en su juventud lo que ganan en su vejez.

Mi corazón está a la izquierda, mi cabeza a la derecha, mi cartera ni a la izquierda ni a la derecha, sino en Norteamérica desde hace mucho tiempo.

Una mujer lista debería tener un especulador a la baja siempre a su lado. Su bienestar estaría asegurado por todos los tiempos.

La bolsa es una media verdad de una entera mentira.

Habría que saberse que tras las fachadas de las grandes instituciones financieras no se sientan niños modelos.

El diablo encontró las bolsas para castigar a los hombres de que creyeran que Dios había podido crear algo de la nada.

La única fábrica que en Washington funciona día y noche es la fábrica del dinero, es decir, la imprenta estatal de moneda.

La bolsa no sólo descuenta los acontecimientos del próximo año, sino aquello que el público espera para el año siguiente. Algo así como una anticipación de la anticipación.

Con frecuencia las cotizaciones retroceden y sin embargo puede decirse que el mercado está sólido; y también puede ocurrir al revés: las cotizaciones suben y a pesar de ello es posible determinar que la constitución del mercado es débil.

Científicos de la economía, ingenieros económicos, titulados en economía y otros expertos tienen que permanecer alejados de la bolsa. Para ellos es una trampa peligrosa acercarse a ella con sus métodos científicos. Sólo puedo citar a Dante: «Dejad atrás toda esperanza los que aquí entráis.»

Cuando se trata de dinero, sólo hay una frase hecha: «¡Más!»

Nunca hay que enamorarse de una acción y hay que saber separarse de ella con toda facilidad cuando se grita SOS.

No hay que correr nunca tras un tranvía y una acción. ¡Paciencia! La próxima llega con toda seguridad.

Las dos cosas más difíciles de la bolsa son admitir una pérdida y no realizar un pequeño beneficio. Lo más difícil es tener una opinión propia y hacer lo contrario de lo que efectúa la mayoría.

Cuando un hecho determinado tiene un efecto psicológico sobre el mercado, hay que pensar inmediatamente que al día siguiente estará olvidado el acontecimiento en cuestión.

Cuanto más desmiente un gobierno una eventual medida, más seguro es que se tomará más tarde.

A ojos de los nuevos millonarios, los hombres que alcanzan nuevamente el éxito aparecen como advenedizos. No pueden entender que en el curso del tiempo pueden surgir nuevas fortunas y con frecuencia sospechan que detrás del éxito hay algo sospechoso y desacreditado.

El dinero no apesta entre los bolsistas, sino tan sólo el dinero perdido.

Si la especulación bursátil fuera tan fácil no habría mineros, leñadores y otros trabajadores en labores pesadas. Todos serían especuladores.

Soberano es aquel que puede rechazar una invitación sin ninguna excusa.

Las noticias horrorosas en la economía y las finanzas de los últimos tiempos sólo podían encontrarlas aquellos que carecían de experiencia en esos campos.

El día en que el optimista de faz más inmutable se hace pesimista, es con el más alto número de probabilidades el del punto cambiante de la tendencia de las cotizaciones. Y como es natural, a la inversa. Cuando el más tenaz pesimista se hace optimista, hay que descolgarse cuanto antes de la bolsa.

Los especuladores nerviosos se ponen aún más nerviosos cuando no tienen papel y la bolsa comienza a subir.

Para tener éxito con el *establishment* hay que mostrarse muy ingenuo, pero pensar muy sereno.

Cuando se va a la bolsa y se alcanza un éxito con los consejos, es un éxito; sin los consejos, es un gran éxito y cuando se hace dinero justamente contra los consejos de los expertos, es un éxito gigantesco.

En una ocasión me encontraba en una conferencia de un famoso «gurú» bursátil (me permito silenciar su nombre). Me fue imposible seguir oyendo sus tontas controversias y me levanté. Mi vecino me preguntó: «¿Quiere usted abandonarnos ya?» «¿Abandonarles? —respondí—. No, me marcho.»

No hay que tener capital, sino dinero en mano. Algunos prefieren el dinero en mano que el patrimonio.

Cuando los fondos de inversión tienen gran oferta de dinero es la señal de que está próxima al final la tercera fase de un movimiento alcista.

Test Kostolany

Con el siguiente test usted podrá determinar si prefiere situar su dinero en papeles de fuerte interés o si se une usted a los especuladores. Responda con espontaneidad a las siguientes preguntas y sume cuántas preguntas «a» ha respondido y cuántas «b». La valoración se da a continuación.

Preguntas de Kostolany

1. ¿Hace planes para las vacaciones veraniegas
_a_) con varios meses de anterioridad
_b_) o poco antes de que comiencen?
2. La señal de tráfico está en rojo, pero no llega ningún automóvil,
_a_) ¿espera usted el color verde o
_b_) prosigue la marcha en rojo?
3. ¿Está usted de buen humor
_a_) por la mañana
_b_) o mejor por la tarde?
4. En su plato hay un excepcional buen bocado.
_a_) ¿Lo deja usted para el final
_b_) o comienza con el mismo?
5. ¿Elige usted cuadros principalmente
_a_) por su valor como inversión o
_b_) por su propio gusto?
6. Visita usted un país extranjero por primera vez.
_a_) ¿va a un restaurante que le han recomendado los conocedores o
_b_) a uno desconocido del lugar?
7. Trae usted de París a su esposa,
_a_) ¿el perfume favorito encargado o

b) una nueva marca, que es muy «in» y que a usted le gusta?

8. Cuando usted busca plaza en el avión, elige una por
a) ¿seguridad y comodidad o por
b) el vecino/a?

9. ¿Qué juega en una ruleta (o qué jugaría si le llevaran)
a) oportunidades iguales o
b) todo a un número?

10. ¿Cuando busca una vivienda se fija más
a) en el aspecto de ésta o
b) en el entorno?

11. ¿Si camino de ir a ver una película de crímenes se entera usted de quién es el asesino,
a) irá a pesar de ello a ver la película o
b) prescindirá de ello?

12. Su empresa cambia de radicación. Tiene usted que trasladarse a otra ciudad.
a) ¿Le molesta fundamentalmente o
b) espera alegre el traslado?

13. ¿Qué quiere que haga su esposa?
a) ¿permanecer en casa haciendo sus labores o
b) que trabaje?

14. ¿Qué postura es mejor para la vida familiar?
a) ¿El hombre que cuida del presupuesto y la mujer que es más pródiga o
b) el hombre que tiene mano ligera con el dinero mientras que la mujer cuida del ahorro?

Valoración

14 puntos letra «a»: La seguridad es todo para usted. En la incertidumbre ve usted menos el encanto de la novedad que lo inquietante. Si gana dinero, su mayor preocupación es conservarlo. Por tanto, su estrategia inversora tendría que ofrecer resultados previstos con exactitud: mantenga su dinero de reserva en la cuenta bancaria, infórmese en su banco sobre las posibilidades inversoras en dinero firme e interésese por títulos de la renta.

De 6 a 10 puntos letra «a»: No es usted inclinado a las aventuras, pero necesita un fundamento para la seguridad. Le caracterizaría como un «ahorrador de riesgo calculado» (cuya predisposición al riesgo crece conforme se acerca a los 10 puntos). Para usted existen los empréstitos a medio plazo con altos intereses, los títulos de la renta altos en beneficios y los *blue chips* entre las acciones, que tiene que comprar muy esparcidas (de muchos países).

14 puntos letra «b»: Es usted el típico especulador. Tiene usted que ser movible con sus medios y esto significa que para usted no hay ninguna inversión a largo término. Tiene que perseguir constantemente la bolsa y cuanto ocurre en el mundo, y reaccionar inmediatamente; unas veces tiene usted muchos papeles, en otros momentos ninguno, pues espera el momento propicio para ello. No es usted un inversor... sino lisa y llanamente un especulador. En el caso de que no pueda serlo (porque posiblemente carezca usted de tiempo) es mejor que ingrese sus fondos en la cuenta de ahorros.

Comentarios de Kostolany

1) El arte de la improvisación es una de las más importantes propiedades del especulador.

2) Quien está dispuesto a sentir temor por cualquier riesgo, tiene que huir de las acciones.

3) El hombre de las mañanas, que apenas levantado y hasta última hora de la tarde utiliza el potencial de sus propiedades, cuenta con una jornada rutinaria sin grandes sorpresas, como lo que espera de su cuenta de ahorros.

4) Disfrute mientras tenga apetito; quien coge lentamente sus golosinas, quiere tener el sentimiento de seguridad de que conserva los frutos de su capital —los intereses— al final de cualquier caso.

5) El romántico que compra pecaminosamente cuadros caros sólo para su placer... tiene que especular.

6) En el restaurante desconocido espera la sorpresa, que al espectador le gusta aunque pueda ser desagradable para él.

7) Si no se atreve usted ni tan siquiera a llevar a su mujer un nuevo perfume, ¿qué hará en la bolsa por lo que atañe a su dinero?

8) El tipo especulador pasa por alto pequeños riesgos o incomodidades con la esperanza de un nuevo e interesante conocimiento.

9) Quien está ya sentado en la mesa de la ruleta y no se atreve a jugarse dos o cinco marcos, no tiene más que seguir ahorrando diligentemente.

10) El especulador aprecia poco el ambiente práctico; quisiera que tuviese un hermoso aspecto.

11) Una película de asesinos sin tensión no interesa al especulador. El ahorrador sabe, por contra, lo que espera:

intereses. No le molesta nada siempre que conozca el futuro de antemano.

12) Los especuladores no se dejan molestar por nada. Están acostumbrados a los cambios.

13 Quien no se atreve a que su esposa salga de casa, es que gusta de la comodidad sobre todo; la bolsa es incómoda.

14) Claro que el especulador sabe que se puede ahorrar economizando... pero se lo deja del mejor grado a los otros.

Epílogo

Es mi deseo, queridos lectores, haberlos puesto en la vía acertada para comprender mejor la anatomía de la bolsa.

Les he transmitido mis principios. Ahora les corresponde a ustedes reflexionar en cómo se tienen que conducir. Nada es más importante y provechoso en la vida y en la bolsa que dejar a los demás que mediten. Sé que es grande la tentación de seguir la opinión de corredores, ejecutivos bancarios, «gurús» y medios de comunicación antes que romperse uno mismo la cabeza. Pero si prueban una vez el soberano pensamiento tendrán con ello una gran satisfacción, como la que experimenta el jugador de cartas cuando tiene que decidir si juega un as de pic o una dama de corazones. El viejo Fritz escribió en una ocasión: «Cada cual puede tener conocimientos, pero pensar el arte es un raro don de la naturaleza.»

La bolsa no es una ruleta, pese a que millones de personas han hecho de ella un casino de juego. No es un Montecarlo sin música, como muchos creen. La bolsa tiene su propia música y hay que tener las antenas correspondientes para recibirla. Tampoco hay mucha distracción en obtener provecho en una especulación, en especial cuando se consigue contra una opinión generalizada. De todos modos, esto da más alegría que cobrar beneficios.

La especulación en bolsa es una difícil partida de cartas con peligrosos exponentes y cartas arriesgadas cuyas reglas hay que conocer. No es operación matemática alguna, pues el mundo está lleno de sorpresas e imponderables. Aun cuando todo esté en regla, el éxito no llega inmediatamente. Hace más de cuarenta años acuñé la comparación de que en la bolsa dos y dos no eran cuatro, sino que cuatro eran cinco menos uno. Al principio es diferente y después, tal como se había esperado. Al final triunfa la lógica y sólo hay que

esperar la «menos uno». Resulta difícil, puesto que sólo el 10 % de especuladores pueden vivir este fatal «menos uno». Para ello les falta paciencia, dinero o convicción. Por eso repito siempre que el dinero que se hace (no que se gana) en esas malas bolsas es un «dinero doloroso». Primero vienen los dolores, luego el dinero.

Muchos me preguntan cómo lo hago para estar tan activo con más de ochenta años. Como se sabe en general, la mejor medicina es la gimnasia mental. Como bolsista tengo que pensar constantemente, reflexionar sin cesar —y cuando tercia incluso debatir conmigo mismo— y cada día aprendo algo sobre ello.

Tengo así que pensar cómo será el paisaje bursátil dentro de diez años, pues para mí, como bolsista, la vida comienza a los ochenta años.

Índice onomástico y de materias

Acciones de Siemens: 26.
Acuerdos de Londres sobre la Deuda: 48.
Adenauer, Konrad: 48, 65-66.
Agencias de cambio y bolsa: 25, 44, 58, 67, 93, 106, 120, 127-129, 140, 161.
Altos intereses: 107, 123.
Alza: 32, 141, 165.
Amortizaciones de petróleo: 134.
Ampliación de capitales: 84.
Anatomía de la bolsa: 20.
Arbitraje: 40.
Auriol, Vincent: 162.
Autodidacta: 95-96.

Baja: 72, 85, 90, 141, 146, 162, 165, 172, 173.
Bajos intereses: 106.
Balances: 33, 47, 97, 109, 113, 120, 121, 136, 138.
Balances comerciales: 52.
Balanza de pagos: 72.
Balzac, Honoré de: 76.
Banco de Compensación Internacional de Pagos (BIZ): 114.
Banco emisor: 52, 55.
Bank of America: 20.
Bayerische Hypothekenbank (Banco Hipotecario Bávaro): 15.
Beaumarché, Pierre Agustin: 76.
Bingen, M.: 112.
Blue chips: 179.
Bolsa de efectos: 26.
Bonos cero: 130-131.
Boom bolsístico: 33, 56.
Boom económico: 49, 68.
Borbón-Parma, René: 112.
Bowater, empresa: 117.
Broker: 44-45, 52, 54, 58, 129-130, 154, 167, 169.

Caída de cotizaciones: 29.
Caídas bruscas de cotización: 20.
Capital de ahorro: 28, 30, 34.
Capitalismo: 35.
Capitalismo popular: 84.
Carter, Jimmy: 71, 108.
Cicerón: 76.
Citroën, André: 111.
Clemenceau, Georges: 168.
Complejo de superioridad: 82.
Compras al extranjero: 59.
Comunismo: 28.
Concentración de capital: 60.
Congreso de inversiones: 15.
Contrato financiero: 158.
Contratos comerciales: 71, 158.
Contratos de venta: 26.
Conversión de la deuda: 138.
Cotización monetaria: 84.
Cotizaciones de divisas: 85.
Coyuntura: 166.
Coyuntura económica: 49.
Crac (quiebra): 137.
Crac bolsístico: 33, 90, 145, 171.
Crac bolsístico de 1929: 16, 75.
Crédito de importación: 136.
Créditos: 49, 54, 56, 61, 65, 71, 96, 101, 105, 110-112, 131, 136, 150, 167.
Créditos a la exportación: 136.
Crisis de la economía mundial: 118.
Crisis financiera: 124.
Crisis monetaria: 124.
Cuentas numeradas: 153, 154.
Cupón: 26, 35.

Chamberlain, Arthur Neville: 36.
Charts: 79-81.
Churchill, Winston: 133.

Daimler-Benz, acciones de: 26.
Daumier, Honoré: 140.
Deflación: 49, 71, 78.
Defraudación de impuestos: 153.
Democracia económica: 84.
Depósito de valores en papel: 63, 154-155.
Depósitos: 62, 66.
Depreciación monetaria: 38.
Desarrollo de intereses: 35, 86.
Deuda pública: 112.
Deudas: 53, 56, 153.
Deudas de la empresa: 48.
Deudas estatales: 48.

Deutsche Bank (Banco Alemán): 20.
Dewey, Thomas E.: 108.
Diferencias de cotización: 41, 84.
Diferencias de rédito: 132.
Dinero en firme: 30.
Disminución de impuestos: 29.
Dividendos: 33, 34, 49, 74, 85, 88, 97, 99-102, 111, 121.
Divisas: 48, 116, 138.
Dow-Jones: 16, 69-70, 147-148.
Dumas, Alexandre: 128.
DuPont: 20.

Economía: 64.
Economía de divisas: 154.
Economía intervenida de divisas: 38, 81, 89, 156.
Edicto de Nantes: 153.
Efectos opcionales: 26.
Eisenhower, Dwight D.: 61, 108.
Empresas de Agent-de-Change: 140.
Empresas «venture»: 134, 139.
Empréstito convertible: 26.
Empréstitos: 26, 34, 39, 48, 50, 65, 69, 72, 86, 88, 91, 99, 105, 109, 113, 137, 148, 149.
Empréstitos al extranjero: 48, 64-65.
Empréstitos estatales: 55, 105, 113-114, 115, 163.
Empréstitos Young: 48, 87, 150.
Encuentro en la cumbre: 138.
Especulación: 41.
Espiral salarios-precios: 146.
Estabilidad monetaria: 88.
Estafa *de facto*: 128-129.
Estancamiento económico: 68.
Estatalizaciones: 29, 34, 87.
Euforia bolsística: 20.
Expansión: 87.
Experiencia en inversiones: 16.

Federal Open Marked Committee (FOMC): 106.
Federal Reserve Bank: 39, 105-106, 136.
Financial Futures: 105, 130.
Financiero: 120, 122.
Fiscalidad: 135.
Fluctuaciones de la tasa de interés: 111.
Fluctuaciones de las cotizaciones: 32, 36, 74, 77, 80-81, 86, 93-94, 109, 126.
Flujo de divisas: 52.
Fondos de inversiones: 60, 83, 134, 139, 175.
Ford, Henry: 71.
Fusión: 122.

Gall, Ernst: 116.
Gauguin, Paul: 76.
Gaulle, Charles de: 62-63.
Gerlach, Heinz: 139.
Gide, André: 76.
Goldwater, Barry: 108.
Granville, Joe: 147-148.

Habsburgo, Rodolfo de: 153.
Hahn, Albert: 96.
Hamlet: 133.
Heine, Heinrich: 62.
Héreil, George: 116-117.
Hipotecas: 136.
Hitler, Adolf: 36, 73.
Hoover, Herbert: 107.
Hudson-Bay-Company anglocanadiense: 139.
Hunt, Buker: 77.

IBM: 20, 36, 151.
Imponderables: 52.
Imposición en una cuenta de ahorros: 52.
Impuesto sobre la renta: 154-155.
Impuesto sobre los beneficios: 155.
Impuesto sobre sucesiones: 155.
Impuestos: 52, 122, 154-155.
Índice FAZ: 16.
Índices: 94.
Inflación: 38, 40, 71, 78, 88-89, 101, 111, 127, 136, 138, 145-146, 167, 168, 172.
Insolvencia: 48.
Intereses: 30, 38, 49-50, 56, 64, 66, 69, 88-89, 95, 99, 101, 105, 110, 113, 122, 124, 129, 130, 136-137, 145-146, 166, 179.
Intereses a corto plazo: 106.
Intereses a largo plazo: 106.
International Herald Tribune: 69.
Inversión de fondos: 66, 144.
Inversión en una cuenta de ahorro: 28, 30, 34.
Inversiones: 35, 49, 60, 70, 125, 164.
IOS: 15, 162.

Japan-Fonds: 83.
Johnson, Lyndon B.: 108.
Joint Venture: 16.
Julius Bär, empresa: 116.

Kaufman, Henry: 147.
Keaton, Buster: 73.
Kemp, Jack: 156.
Kennedy, John F.: 108.
Keynes, John Maynard: 32, 133.
Kissinger, Henry: 123.
Kreisler, Fritz: 76.

Lenin, Vladímir Ilich Uliánov, *llamado*: 153.
Ley de inversiones: 15.
Leyes sobre divisas: 85.
Limitación de dividendos: 102.
Liquidez: 38, 50, 52, 56, 64, 68, 100, 101, 110.

Manipulación de las cotizaciones: 29-30.
Mannheimer, Fritz: 117.
McGovern, George: 108.
Medios: 40, 56, 58, 89, 98, 171, 181.
Mendelsshon & Co.: 114, 115, 117.
Mercado a plazo: 126, 145.
Mercado de capital: 25, 38, 52, 67, 85, 99-100, 145.
Mercado de divisas: 156.
Mercancías a plazo: 55, 125-127, 130, 134.
Molière, Jean-Baptiste Poquelin, *llamado*: 78.
Molnar, Franz: 162.
Molotov, W. M.: 45.
Moneda: 48.
Monetarismo: 135.
Monocapitalismo: 28.
Montesquieu, Charles de: 134.
Monziec, Anatole de: 162.
Moro, Thomas: 133.
Movimiento de alza: 19-20, 30, 54, 57, 59, 64, 72, 87, 99, 101, 105, 152, 175.
Movimiento de baja: 19, 38, 59, 102-103, 104, 152.
Movimiento de divisas: 153.

Napoleón III: 153.
Negocios a opción: 141.
Negocios con primas: 141.
New York Central (NYC): 118.
New York Herald Tribune: *véase International Herald Tribune*.
Newton, Isaac: 42.
Nixdorf: 20.
Nixon, Richard: 108.

Obligaciones: 113-116.
Oligmüller, Kurt: 148.
Opciones: 20, 64, 74, 87, 128, 130, 141-145, 171.
OPEP: 122-125.
Operaciones de doble opción: 141.
Oscilaciones: 50, 100, 122, 135.
OTAN: 158.

Paridad de divisas: 156.
Penn Central: 118.
Pennsylvania Railroad: 119.
Perquel, Adrien: 117.
Peyrefitte, Roger: 70.
Picasso, Pablo: 44.
Planificación económica: 135.
Política aduanera: 134.
Política crediticia: 53, 71, 134, 146.
Política de rentas: 88, 120, 134.
Política económica: 35.
Política financiera: 35, 134, 145, 146.
Política impositiva: 134.
Proust, Marcel: 76.
Psicología: 64.
Pyron, Alexis: 135.

Quiebra de South Sea: 42.

Racine, Jean Baptiste: 23.
Reagan, Ronald: 29, 71, 108.
Recesión: 49, 66.
Rédito: 28, 86, 89, 101.
Reforma monetaria: 137-138.
Relación precios-beneficios: 150.
Reparto de dividendos: 85.
Reprivatización: 88.
Restricción de divisas: 154.
Restricciones: 122.
Restricciones crediticias: 89.
Ribbentrop, Joachim von: 37.
Ricardo, David: 133.
Roosevelt, Franklin D.: 71, 107-108.
Rossini, Gioacchino: 76.
Rothschild, barón M.: 172.
Royal Dutch: 117.

Schiller, Friedrich von: 85.
Schopenhauer, Arthur: 76.
Servicio a rédito: 86.
«Sindicación *corner*»: 141.
Sindicato Hunt: 127.
Smith, Adam: 133.
Socialismo: 28, 33.
Sociedades de inversión mobiliaria: 136.
Solvencia crediticia: 86, 113.
Springer, Axel: 20.
Stendhal, Henry Beyle, *llamado*: 166.
Stucki, Walter: 153.
Subida de impuestos: 66, 146.

Tagore, Rabindranath: 157.
Talleyrand-Périgord, Charles Maurice de: 132.
Tasa de interés: 113.
Telecomunicación: 40.
Ticker-tape: 25.
Título de renta fija: 178.
Títulos de la deuda: 26, 48.
Transacción bolsística: 29.
Transacción financiera: 77.
Truman, Harry S.: 71, 108.
Trust Kreuger Fósforos: 90.

Valores en papel: 25-26, 33, 35, 48, 61, 66, 69, 74, 96, 110, 111, 123, 140, 154, 163, 166.
Verdi, Giuseppe: 44.

Volcker, Paul Adolph: 105.
Voltaire, François Marie **Arouet,** *llamado*· 76, 170.

Wall Street: 20.
Wilde, Oscar: 86.

Yamani, Ahmed Zaki: 124-125.

Zita de Borbón-Parma, emperatriz de Austria: 112.
Zola, Émile: 140.